

UNIVERSIDADE DO EXTREMO SUL CATARINENSE - UNESC

CURSO DE DIREITO

CLÁUDIA FIGUEIRÓ SCHNEIDER

INSIDER TRADING – ANÁLISE JURÍDICA DO CASO SADIA - PERDIGÃO

CRICIÚMA

2019

CLÁUDIA FIGUEIRÓ SCHNEIDER

INSIDER TRADING – ANÁLISE JURÍDICA DO CASO SADIA - PERDIGÃO

Trabalho de Conclusão de Curso,
apresentado para obtenção do grau de
Bacharel no curso de Direito da
Universidade do Extremo Sul Catarinense,
UNESC.

Orientador(a): Prof. (a) Dr. Yduan de Oliveira
May

CRICIÚMA

CLÁUDIA FIGUEIRÓ SCHNEIDER

INSIDER TRADING – ANÁLISE DO CASO SADIA - PERDIGÃO

Trabalho de Conclusão de Curso aprovado pela Banca Examinadora para obtenção do Grau de Bacharelado, no Curso de Direito da Universidade do Extremo Sul Catarinense, UNESC, com Linha de Pesquisa em Direito, Sociedade e Estado.

Criciúma, 08 de julho de 2019.

BANCA EXAMINADORA

Prof. Yduan de Oliveira May - Doutor - UNESC - Orientador

Prof. Gustavo Silveira Borges –Pós Doutor - UNESC

Prof. Mauricio da Cunha Savino Filo - Doutor - UNESC

Agradeço em primeiro lugar a Deus que iluminou o meu caminho durante esta caminhada, a minha mãe Débora, por sempre acreditar em mim mais do que eu mesma, e a toda minha família que, com muito carinho e apoio, sempre se fizeram presente para que eu chegasse até esta etapa de minha vida.

AGRADECIMENTOS

Agradeço a Deus, por ter me dado saúde para que eu pudesse permanecer nesta caminhada.

A minha família pelo incentivo e compreensão diante a minha ausência pelo tempo dedicado aos estudos. Por terem feito esta caminhada junto comigo, se fazendo presente em todos os momentos bons e ruins.

Em especial, a minha mãe pela dedicação imensurável a mim, ao meu pai Charles pelo apoio em nunca desistir, a minha irmã Bruna por sempre estar ao meu lado, e aos meus Avós maternos, por todo o carinho e amor.

Ao meu professor orientador Dr. Yduan de Oliveira May, obrigado por esclarecer tantas dúvidas e ser tão atencioso e paciente.

À Universidade do Extremo Sul Catarinense, que ao longo da minha formação ofereceu um ambiente de estudo agradável, motivador e repleto de oportunidades.

**“Tenho a impressão de ter sido
uma criança brincando à beira-mar,
divertindo-me em descobrir uma
pedrinha mais lisa ou uma concha
mais bonita que as outras,
enquanto o imenso oceano da
verdade continua misterioso diante
de meus olhos”. (Isaac Newton)**

RESUMO

O mercado de capitais fomenta a economia nacional ao que pese que por meio da canalização de recursos dos poupadores se converte em recursos às companhias, gerando o desenvolvimento empresarial. O mercado de capitais diante às inúmeras crises financeiras, verificou a necessidade de regulamentação, principalmente, no que diz respeito a proteção do investidor e do sistema financeiro. Com a regulamentação do mercado de capitais brasileiro, verificou-se a necessidade de um órgão especializado, assim, foi criada a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), a qual, foi inspirada na *Securities Exchange Commission* (SEC). A regulamentação brasileira do mercado de capitais teve forte inspiração nas normas estadunidenses, pautando-se pelo princípio *full disclosure*, assim, as companhias emissoras de títulos passaram a ter o dever da transparência de informar os investidores todos os fatos relevantes. Assim, Estado passou a intervir de forma não totalitária na economia, repassando aos investidores o poder de decisão de investir ou não ao obrigar as empresas a fornecerem os fatos relevantes. A conduta do *insider trading* passou a ser considerada uma prática ilícita no Código Penal Brasileiro, sendo uma norma repressiva as condutas que afetam o mercado de capitais. O Tribunal de Justiça brasileiro, finalmente em 2011, após dezessete anos inserção do *insider trading* no ordenamento jurídico brasileiro, pode contribuir com os avanços da legislação que rege o mercado de capitais por meio da inédita decisão a qual condenou os ex-executivos da Sadia S.A pela prática de *insider trading*. O presente estudo tem como objetivo analisar o posicionamento dos Tribunais brasileiros de últimas instâncias, a partir da metodologia empregada qual seja o método de abordagem indutivo, com método de procedimento de estudo de caso, com técnica de pesquisa de documentação indireta de fontes primárias e secundárias.

Palavras-chave: *Insider trading*. Informações Privilegiadas. Mercado de Capitais. *Full Disclosure*. Comissão de Valores Mobiliários.

ABSTRACT

The capital market fostered a national economy that through the channeling of resources of the savers took resources in companies, generating the business development. The capital market on crises crises, the relevance of protection of the investor and the financial system. With the impetus of the Brazilian capital market, a new stock exchange (CVM) was created, which was inspired by the Securities and Exchange Commission (SEC). The Brazilian capital market company has been strong in state statistics, acting as a principle of full disclosure, as well as issuers of securities that have the duty to publicly announce all relevant facts. Thus, the state became of interest to the economy, to give investors the power to decide whether to invest or not when investing as public companies. A privileged information conduct became an illegal practice in the Brazilian Penal Code, being a repressive norm as conduct that affects the capital market. The Brazilian court of law, finally in 2011, following December insider trading insider trading in Portuguese By the practice of insider trading. The present study aims to analyze the positioning of the Brazilian courts of instances, based on the methodology used, which is the method of inductive approach, with the case study method, with the research technique of indirect documentation of primary and secondary sources.

Keywords: Insider trading. Privileged Information. Capital market. Full Disclosure. Securities Commission.

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ADRs	American Depositary Receipt
BM&FBOVESPA	Bolsa de Mercadorias & Futuros e Bolsa de Valores de São Paulo
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
PAS	Processo Administrativo Sancionador
S. A	Sociedade Anônima
SEC	Securities Exchange Commission

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO.....	11
2 O MERCADO DE CAPITALIS	13
2.1 NOÇÕES ESSENCIAIS AO MERCADO DE CAPITALIS	13
2.2 EVOLUÇÃO E REGULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITALIS	24
2.3 ÓRGÃO DE CONTROLE: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS	37
3 INSIDER TRADING	44
3.1 O RISCO DO <i>INSIDER TRADING</i> : OBJETO DE TUTELA JURÍDICA	44
3.2 PRINCÍPIO <i>FULL DISCLOSURE</i> E DEFINIÇÃO JURÍDICA DE INFORMAÇÃO RELEVANTE	49
3.3 O USO INDEVIDO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA: <i>INSIDER TRADING</i>	57
4 ESTUDO DO CASO SADIA - PERDIGÃO	66
4.1 ESTUDO DE CASO	66
4.2 DOS FATOS	67
4.3 DO DIREITO.....	73
5 CONCLUSÃO	81
REFERÊNCIAS	84

1. INTRODUÇÃO

A prática do ilícito *Insider Trading* está presente no mercado de capitais desde o seu surgimento, faz parte intrínseca deste submercado do mercado financeiro, uma vez que sua conduta está totalmente atrelada ao comportamento do homem no desejo deste em “obter vantagens”

Assim, no decorrer da história viu-se a necessidade de regularização do mercado de capitais, diante os prejuízos que advinham deste, principalmente em relação a assimetria das informações, motivo o qual, surgiram as primeiras normas repressivas que tornaram a conduta um ilícito penal.

Logo, o *Insider Trading*, tema do presente trabalho possui terminologia na língua norte-americana, que significa a utilização de informações privilegiadas, caracterizadas a partir da atuação desleal dos participantes do mercado de capitais, que ao comprarem ou venderem ações, diante a sua posição exercida na Companhia, obtém vantagens indevidas no mercado de capitais, o que se constitui na prática do ilícito.

O objetivo do presente trabalho é analisar a legislação pertinente a conduta do *insider trading*, a fim de verificar qual o posicionamento vem sendo adotado pelo ordenamento jurídico brasileiro, sendo utilizado o método de abordagem indutivo, com método de procedimento de estudo de caso, com técnica de pesquisa de documentação indireta de fontes primárias e secundárias

No entanto, para compreender o presente tema inicialmente no primeiro capítulo será estudado o ambiente no qual este ocorre, sendo este o Mercado de Capitais, o qual irá verificar-se que se trata de um submercado do mercado financeiro, trazendo sua conceituação e funcionalidade.

Na sequência, a evolução do mercado de capitais no Brasil, realizando um paralelo com o mercado estadunidense, o qual serviu de inspiração para a regulamentação do mercado de capitais brasileiro.

Ainda, para encerrar o primeiro capítulo será estudado a agência

reguladora do mercado de capitais, sendo esta a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que se trata de autarquia em regime especial, criada a partir do desenvolvimento da regulamentação do mercado de capitais brasileiro, também inspirada no mercado norte-americano, o qual conta com órgão de regulamentação parecido, a *Securities Exchange Commission* (SEC).

Compreendidas as noções preliminares que se tornam necessárias em primeiro momento, passa-se no segundo capítulo a análise da conduta tipificada, mas, primeiramente tratar-se do risco da conduta do *insider trading*, nesse diapasão de ideias procurarem-se também entender qual o objeto de tutela jurídica uma vez que a doutrina diverge sobre o assunto uma vez que a temática ainda é recente no ordenamento jurídico brasileiro.

Assim, uma vez compreendido os riscos e o objeto de tutela jurídica, abordara-se o princípio que rege o mercado de capitais, *full disclosure*, o qual pode ser traduzido como princípio da transparência, sendo a base da regulamentação do presente mercado, ainda, em ato subsequente, analisar-se a definição de fato relevante, o qual está atrelado ao princípio *full disclosure*, tentando compreender o que se trata fato relevante, uma vez que tal conceituação é de suma importância para averiguação da presente conduta ilícita.

Posteriormente, enfim será tratada a conduta tipificada no Art. 27 – D da Lei 6.385/76, em análise conjunta com as demais normas que regulamentam a temática, a fim de compreender como ocorre a sua prática e por quem pode ser cometida.

Para finalizar o presente trabalho, será analisado o caso Sadia – Perdigão, o qual trata-se da primeira jurisprudência brasileira em relação à conduta do *insider trading*, sendo esta de extrema relevância e contribuição para o ordenamento jurídico brasileiro, uma vez que até então a conduta tipificada pelo Art. 27 – D da lei 6.385/76, inserido pela Lei 10.303/01, era debatida apenas pela doutrina não havendo uma posição doutrinária, o que a torna histórica.

2. O MERCADO DE CAPITAIS

2.1 NOÇÕES ESSENCIAIS AO MERCADO DE CAPITAIS

Antes de tratar do ilícito penal “*Insider Trading*”, o qual de forma sucinta pode ser compreendido como “... utilização de informações relevantes sobre valores mobiliários, por parte de pessoas que por força de sua atividade profissional estão “por dentro” do negócio...” (EIZIRIK, 2011,p.554), faz-se necessário compreender o meio o qual este ocorre, sendo ele o Mercado de Capitais, assim, para uma melhor compreensão do tema inicia-se o presente estudo analisando o conceito de mercado de capitais, bem como o papel deste no cenário econômico brasileiro.

E, para uma análise precisa do Mercado de Capitais deve-se proceder a uma exposição sucinta da noção de mercado financeiro, haja vista, que o mercado de capitais, é um subsistema do mercado financeiro uma vez que este último abrange mercado bancário (Mercado Financeiro em sentido estrito), o de câmbio e o de capitais (mercado de valores Mobiliários), assim, considera-se um segmento deste mercado (LAMEIRA, 2000, p. 07).

No cenário econômico mundial, as organizações empresariais, recorrentemente procuram opções de financiamento de suas atividades, uma vez que nem sempre dispõe de capital próprio ou, por quererem evitar imobilizar o capital o qual dispõe.

Portando, o mercado financeiro é utilizado via de regra, por empresas ou pessoas físicas as quais possuem interesse em captar recursos e dos que tem recursos a oferecer, efetivando deste modo a canalização da poupança. Neste mercado, são negociados instrumentos financeiros, com o intuito, de financiamento das atividades econômicas e a repartição de riscos.

Sobre o assunto:

(...) o mercado financeiro e de capitais é aquele em que são negociados instrumentos financeiros ou em que se estabeleçam relações de conteúdo financeiro visando, fundamental, mas não exclusivamente, dois fins nem sempre concomitantes: a repartição de riscos e o financiamento das atividades econômicas. Como se viu tal mercado cumpre as suas funções através de uma progressiva financeirização das relações econômicas, ou seja, de um processo pelo qual essas relações são, em certa medida, monetizadas e incorporadas a instrumentos negociáveis, para os quais se prove certa liquidez. (YAZBEK, 2007, p. 132).

Assim, em nossa sociedade, há dois tipos de indivíduos, os poupadores e os tomadores de recursos, sendo os poupadores (agentes superavitários) aqueles que não utilizam totalmente a sua renda, possuindo, portando recursos de forma excedente, ou seja, quem possui o capital e, os tomadores de recursos (agentes deficitários) os quais são indivíduos que necessitam de mais recursos do que possuem para desenvolverem certa atividade, ou seja, que excedem a sua capacidade de poupar, que por ora são aqueles que necessitam do capital. (EIZIRIK, 2008, p. 2).

No entanto, para entender-se melhor o mercado financeiro e seus subsistemas, o qual conforme visto inclui o mercado de capitais, é necessário a compreensão da intermediação.

Segundo Eizirik, (2008, p. 2), na economia do mercado cabe ao sistema financeiro prover os canais adequados os quais os agentes (deficitários) que necessitam de recursos possam obter os recursos os quais necessitam para seus investimentos e os agentes poupadores (superavitários) possam investir aplicando suas poupanças.

Nas palavras de Eizirik:

A intermediação financeira objetiva interligar os agentes econômicos, de forma que aqueles que têm recursos disponíveis – agentes superavitários – possam aplicar suas poupanças em ativos financeiros emitidos pelos agentes que deles necessitam os deficitários. (2008, p.2).

Assim, uma empresa a qual necessita de capital para uma filial que, no

entanto, não dispõe de recursos próprios suficientes (agentes deficitários), buscam captação de recursos daqueles poupadores (agentes superavitários).

Ainda, segundo os entendimentos de José Paschoal Rossetti:

O mercado real está operacionalmente ligado ao financeiro não só pela liquidação por movimentação de saldos bancários, mas também por operações de intermediação de recursos. Empresas, famílias e governo, do país ou do exterior, em posições superavitárias, fornecem recursos captados pelo mercado financeiro, sob a forma de depósitos de disponibilidades monetárias (depósitos a vista nos bancos comerciais) e de reservas financeiras não monetárias (aplicações em títulos de emissão dos intermediários financeiros ou dos agentes deficitários, que os intermediários colocam no mercado). Em contrapartida, estabelecem-se condições para as operações ativas dos intermediários. Eles canalizarão os recursos captados, no financiamento de necessidades de giro, na concessão de créditos para dispêndio de consumo e no financiamento de investimentos. (ROSSETTI, 2002, p. 632)

A estrutura do mercado financeiro, o qual é formado por vários subsistemas decorrentes deste conforme acima informado, mantêm diferentes formas de intermediação.

As instituições financeiras realizam a captação dos recursos dos agentes econômicos superavitários para realizarem o empréstimo destes recursos aos agentes econômicos deficitários, possuindo o papel de intermediador de crédito, constituindo-se estas simultaneamente como sujeito passivo e ativo.

Deste modo, as instituições financeiras que compõem o mercado de crédito, possuem uma entidade financeira com a função de intermediar a relação entre o agente superavitário e deficitário e, partindo deste pressuposto tomam de quem tem para repassar a quem não tem.

Assim, tornam-se devedoras dos depositantes, os quais podem sacar seus recursos de modo à vista e, conseqüentemente tornam-se credoras dos beneficiados pelos empréstimos, cujas dívidas se constituem mediante a prazo, estas, atuam de uma forma como se os recursos emprestados fossem recursos próprios.

Isto porque, agem em nome próprio na intermediação assim, é o modo o qual as instituições financeiras sobrevivem, uma vez que ao tomar emprestado elas remuneram o agente poupador com juros, e no ato de emprestar, elas cobram juros do tomador operação que recebe o nome de *spread* bancário. (TEIXEIRA; AZEVEDO. 2017, p. 3).

Ainda sobre o presente assunto:

A ocorrência de “intermediação”, que significa o dar e receber recursos financeiros, atuando, porém o intermediário como credor e devedor, isto significa que ele capta o dinheiro alheio e o “vende” com juros, assumindo integralmente o risco do negócio; o objeto da instituição financeira é a “negociação do crédito. (EIZIRIK, 2008, p. 3).

Ainda, no mercado monetário, são realizadas operações que envolvem um curto lapso temporal com títulos públicos, na realização de emissão de títulos da dívida pública os quais, são inseridos no mercado sem a necessidade de uma intermediação financeira.

O mercado cambial se refere ao mercado responsável pelas operações de curto prazo envolvendo a compra e venda de moeda estrangeira, sendo sempre necessária a intermediação de instituições financeiras, estando relacionado ao financiamento do setor de importação e exportação.

O mercado de capitais, no entanto surgiu para atender uma demanda que o mercado de crédito não era mais capaz de suprir, assim, trata-se de uma alternativa às aplicações tradicionais oferecidas pelos bancos e pelo governo, com menor custo de financiamento para as empresas e maior acessibilidade ao acesso a capital por parte do público.

Nos ensinamentos de Eizirik (2008, p. 8), este esclarece que diferentemente das operações bancárias típicas as quais são realizadas operações de financiamento de empréstimos, no mercado de capitais ocorre à chamada “participação”, uma vez que o retorno do investimento por parte do acionista, via de regra está relacionado à lucratividade da companhia que emite

os títulos.

O jurista ainda acrescenta que de modo diverso do mercado financeiro em sentido estrito ou mercado bancário, no mercado de capitais há a desintermediação financeira, ou seja, nele as operações são realizadas diretamente entre o tomador de recursos (agente econômico deficitário) e o poupador (agente econômico superavitário). (EIZIRIK, 2008, p. 8).

Inexistindo, no presente caso a intermediação financeira, haja vista, que os recursos fluem diretamente dos adquirentes dos valores mobiliários para as empresas emissoras, sendo está à diferença primordial entre os dois mercados.

No mercado de capitais, as entidades financeiras não o compõem, ficando sua participação de modo acessório, uma vez que somente é realizado o encontro entre os poupadores e tomadores de recursos, e não a captação e empréstimos de recursos em nome próprio como ocorrem nas intermediações bancárias, todavia, por questões operacionais a presença de uma entidade financeira intermediadora faz-se necessário mas, sem o intuito do mercado financeiro bancário de lucratividade, ou seja, sem realizarem intermediação financeira.

Segundo Otavio Yazbek (2007, p. 132), o papel das instituições financeiras no mercado de capitais é de mera intervenção, ao prestarem serviços de aproximação, representação ou liquidação das operações as quais são realizadas por seus clientes.

A partir da desintermediação financeira que ocorre no mercado de capitais, é que decorre a natureza deste mercado ser considerado de “risco”, uma vez que os investidores não possuem garantias quanto ao retorno de seus investimentos, o qual dependerá dos resultados econômicos obtidos nos empreendimentos da companhia emissora logo, as entidades financeiras não assumem o risco de crédito. (EIZIRIK, 2008, p. 8).

Proença (2005, p. 130) resume que o mercado de capitais é aquele o

qual os investidores (poupadores), alocam seus recursos diretamente nos tomadores, em forma de investimento para o desenvolvimento de certa atividade, promovendo assim, a formação do capital, ligando a poupança e o investimento como forma de alavancar a aplicação econômica de seus recursos excedentes.

Lameira (2000, p. 07), por sua vez entende o mercado de capitais é um local onde se concentram investimentos de longo prazo ou de prazo indeterminado “com o objetivo de financiamento de um complexo industrial, da compra de máquinas e equipamentos, ou obtenção de sócios e parcerias”, para a capitalização de recursos por empresas já existentes no mercado ou que ainda estejam se constituindo.

Não obstante, no entendimento do economista Rossetti (2003, p. 638), no mercado de capitais são negociados “pedaços” das empresas, as quais são representadas por ações de participação no capital. “As ações que se negociam em bolsas de valores são os títulos de referência desses pedaços”.

Ainda acerca dos valores mobiliários:

O mercado de valores mobiliários ou mercado de capitais, é, nos termos da legislação vigente, aquele constituído pelas negociações públicas com ações e debêntures de emissão de Companhias Abertas.(EIZIRIK, 2008, p. 8).

Eizirik (2008, p.8), acresce que as companhias as quais realizarem a emissão de títulos de valores mobiliários, não possuem necessariamente a obrigação de restituir os valores provindos por meio do acesso ao mercado de capitais, que estas só possuem a obrigação de retorno dos investidores por meio de resultados satisfatórios nos negócios, a partir da abertura de capital com a emissão de ações a companhia emissora passa a contar com outros acionistas, que são os próprios investidores.

E Proença (2005, p. 84) define o mercado de capitais como um sistema que atua mediante a distribuição de valores mobiliários, o qual possui o objetivo de proporcionar liquidez, sendo constituído pelas bolsas de valores, sociedades

corretoras e outras instituições financeiras que possuem autorização para atuar no mercado.

O jurista também compreende que os valores mobiliários negociados no mercado de capitais consistem no capital das companhias (as ações) ou de empréstimos tomados, via mercado, por empresas (debêntures, notas e bônus de subscrição), ainda, que abrange as negociações com direitos e recibos de subscrição de valores mobiliários, certificados quando ofertados publicamente e que gerem um direito de participação. (PROENÇA, 2005, p. 84).

Ainda, complementa que as ações, as quais possuem importe relevância no presente trabalho, são emitidas por companhias ou sociedades anônimas, sendo o tipo societário do capital dividido entre elas representadas por títulos, que possuem a impessoalidade como umas de suas características, uma vez que suas ações são livremente transferíveis, com relação a responsabilidade dos sócios está por sua vez se limita ao preço de emissão das ações adquiridas. (PROENÇA, 2005, p. 130).

Não obstante as companhias abertas são aquelas que negociam ou estão devidamente autorizadas a negociar, suas ações no mercado de capitais. (PROENÇA, 2005, p. 130).

Ary Oswaldo Mattos Filho corrobora que (2014, p. 51) “ simboliza a exteriorização jurídica de um elo econômico, o qual surge da relação obrigacional que une o poupador (credor) e o empreendedor (devedor), no investimento comum. ”, sendo este, o fluxo de capitais que se inicia no momento em que o poupador recebe do tomador um documento chamado de valor mobiliário.

Conforme os entendimentos ora apresentados concluem-se que o mercado de capitais compreende a um segmento do mercado financeiro, mediante a colocação junto ao público investidor de valores mobiliários, de modo o qual as empresas possam captar recursos necessários à execução de seus projetos especialmente a longo prazo.

Assim, os poupadores passam a ter o *status* de sócios, momento o qual deixa e existir a figura “dono” e a companhia passa a contar com acionistas minoritários que buscam retornos sobre o seu investimento, por meio da rentabilidade da riqueza poupada e investida.

Deste modo, efetiva-se as estruturas de trocas entre os agentes superavitários e deficitários visando atender o objetivo principal que é a canalização eficiente de recursos às entidades emissoras, principalmente, as sociedades anônimas de capital aberto, que emitem as ações que possuem grande liquidez, assim, utiliza-se como forma de suporte estruturas de negociações especializadas como as Bolsas de Valores, bem como dos serviços das instituições financeiras obrigatórias, que atuam como intermédias não obrigatórias, haja vista que tais operações não detêm caráter creditício.(CARDOSO, 2018, p. 3).

Motivo o qual, a entidade financeira não se responsabiliza pelas transações, por isso é um mercado de risco no qual os lucros, via de regra, retornam mediante a obtenção de bons resultados das empresas na exploração de seus negócios fazendo com que suas ações possam valer mais.

O mercado de Capitais se subdivide em dois mercados, sendo eles o primário e secundário, no primeiro, ocorre à emissão de novos valores mobiliários é aquele no qual há captação direta da poupança dos poupadores pelos tomadores.

Neste que ocorre o objetivo principal que é a captação de recursos públicos para as companhias para que possam utilizar em seus projetos de investimento com a participação efetiva se dando com a subscrição dos títulos de valores mobiliários, é onde de fato ocorrerá a mobilização da poupança, no entanto, trata-se de um mercado mais restrito.

Todavia, conforme os ensinamentos de Eizirik (2008, p. 13), no mercado secundário “não há o ingresso de recursos para as companhias

emissoras, inexistindo a emissão de novos títulos. ". Assim, compreende-se como o mercado o qual onde aqueles que adquiriram no primário podem negociar seus títulos, outrora, a companhia emissora dos valores mobiliários já não receberá mais nada pelos mesmos, haja vista, que os recursos que necessitavam já foram obtidos no primário.

Os valores mobiliários são negociados de forma livre entre os agentes, tendo como função primordial conferir liquidez aos títulos, ao pese que admita que seus portadores possam vendê-lo rapidamente.

Segundo este entendimento segue o posicionamento da doutrina:

Para as companhias é importante que suas ações tenham liquidez no mercado secundário, pois lhes será mais fácil para colocarem no mercado novos títulos, uma vez que os investidores normalmente preferem adquirir valores mobiliários que possam rapidamente alienar. (EIZIRIK, 2008. p. 10).

Assim, constitui-se um mercado marcado pela existência de um ambiente de negociação para os títulos subscritos no mercado primário, os quais as operações com valores mobiliários podem ocorrer diretamente entre os investidores sem a participação de qualquer entidade financeira intermediadora se caracterizando em operações privadas fora do mercado de capitais.

No entanto, grande maioria das operações do mercado secundário ocorrem em Bolsas de Valores ou de Futuros e Mercadorias, ou no chamado " Mercado de Balcão".

O mercado de balcão realiza suas negociações por telefone ou eletronicamente, envolvendo em grande parte das vezes ações de empresas não registradas em bolsa, sendo administrado pela BM&FBOVESPA, neste são negociados pelas corretoras de valores, distribuidoras de valores e bancos de investimentos que, intermetiam operações.

O mercado de bolsa possui maior popularidade haja vista, que negocia títulos e valores mobiliários previamente registrados nas instituições,

diferenciando-se dos demais mercados por disponibilizarem mais serviços aos investidores, neste mercado que as maiores sociedades anônimas negociam seus títulos.

É irrefutável a importante relevância econômica, política e social que o mercado de capitais possui, sendo totalmente necessário sua análise no presente capítulo.

Lameira (2000, p.8), destaca que a ideia central do mercado de capitais está associada na circulação de recursos, com o intuito de proporcionar melhorias na produção (fabricação e concepção de novos produtos), de distribuição, de tecnologia, em suma, “uma maior geração de riqueza”.

Servindo, portanto, como canal destinado a possibilitação de forma adequada de alocação de recursos “suprimindo as necessidades dos agentes econômicos” (LAMEIRA, 2000, p. 08).

No entendimento de Proença (2005, p. 81), na medida em que o mercado de capitais possibilita canalizar recursos para os tomadores de recursos, por meio da captação direta da poupança funciona este como ferramenta de promoção do desenvolvimento econômico, que depende da expansão da capacidade produtiva (vultosos investimentos).

O crescimento econômico associa-se a elementos incentivadores da poupança e sua alocação em investimentos, assim, uma vez que o mercado de capitais aproxima de forma direta os poupadores e tomador de recursos, incentivando automaticamente o aumento da produtividade, gerando assim, desenvolvimento econômico. (PROENÇA, 2005, p. 81).

Não obstante:

a função econômica essencial do mercado de capitais é a de permitir às empresas, mediante a emissão pública de seus valores mobiliários, a captação de recursos não exigíveis para o financiamento de seus projetos de investimento ou mesmo para alongar o prazo de suas dívidas; como não se tratam de empréstimos, a companhia não está obrigada a devolver os recursos aos investidores (exceto no caso de debêntures ou

comercial papers, que também integram o mercado de capitais), mas, isto sim, a remunerá-los, sob a forma de dividendos caso apresente lucros em suas demonstrações financeiras. (EIZIRIK, 2008, p. 10):

Ainda, o jurista Pedro de Carvalho Mello corroborando com o entendimento, resume que as principais funções do mercado de capitais seriam:

Conciliação do interesse do poupador de oferecer recursos a curto prazo (quando os valores mobiliários são dotados de liquidez) com a necessidade da empresa emissora de obter recursos de médios e longos prazos; transformação dos montantes capital, de sorte que pequenos e médios montantes de recursos, aportados por diferente poupadores, convertem-se, por ocasião da subscrição de valores mobiliários, em grandes e consolidados montantes de capital; Transformação da natureza dos riscos e permitir que se transforme uma série de investimentos de alto risco individual, de longo prazo e sem liquidez, em investimentos com maior segurança e prazos mais curtos; Maior agilidade do processo de transferência dos recursos, uma vez que os valores mobiliários (ações, debêntures, etc.) são padronizados e aptos a circular em massa; e, Obtenção de um maior volume de informações homogêneas sobre a oferta e demanda de recursos. (MELLO, 1979, p.33,34).

Não obstante quanto ao desenvolvimento econômico, pondera-se os seguintes comentários:

Isso acontece porque a forma como canalizam recursos por meio da aplicação financeira para os superavitários e crédito para as empresas representa um aumento em endividamento e, conseqüentemente, comprometimento de resultados futuros com credores financeiros. Já a canalização de recursos por meio do mercado de capitais dá-se pela busca de novos sócios para os empreendimentos que a empresa necessita fazer. O mercado de capitais e, especificadamente, o mercado primário de ações, constituem possibilidades importantes para a realização de investimentos com riscos diluídos e representam uma das maiores fontes de desenvolvimento econômico. (PINHEIRO, 2014, p.193)

Conforme verifica-se, o papel primordial do mercado de capitais está relacionado a uma modalidade disponível às companhias de se financiarem, de financiarem seus projetos sem a necessidade de recorrerem a empréstimos bancários, decorrendo a partir disso a alocação de recursos provindos de diversos

agentes econômicos, alocando-os em projetos que demandam maior financiamento, o que proporciona uma estrutura facilitada com redução de custos para o fluxo e seus beneficiados, motivo o qual, decorre a sua relevância econômica.

Não obstante, ROCCA (2004, p. 14) sustenta que “a retomada e sustentação do crescimento da economia brasileira somente poderá ser assegurado com a utilização dos instrumentos e mecanismos do mercado de capitais”.

Eizirik (2008, p. 15), por sua vez complementa o entendimento relatando que há indicações empíricas de um impacto positivo do mercado de capitais sobre a criação de empresas, o que pode ser interpretado como “um estímulo ao empreendedorismo”.

Assim, diante a presente análise conclui-se que o mercado de capitais representa uma importante fonte de recursos em longo prazo para as empresas e, conseqüentemente gera empregos, sendo de significativa relevância econômico do país, motivo o qual, diversos países têm procurado incentivar o desenvolvimento de seu mercado de capitais, uma vez que não se alcança bem-estar sem desenvolvimento econômico e, não é concebível o desenvolvimento econômico sem o crescimento de empresas, não sendo viável o crescimento de empresas sem financiamento de produção.

2.2 EVOLUÇÃO E REGULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITALIS

Uma vez compreendido o mercado de capitais, seu papel e importância que representa para economia e o bem-estar social, demonstra-se necessário tecer alguns comentários no que desrespeita a evolução histórica do mercado de capitais e sua regulação.

No Brasil, nos períodos entre 1930 a 1960 praticamente, não havia um

mercado de capitais, este possuía pouca relevância na economia do país ainda, restou o mesmo prejudicado por muitos anos ficando aquém dos demais mercados internacionais diante uma combinação de fatores negativos, os quais conspiravam contra o seu desenvolvimento sendo eles: elevados níveis de inflação; a precária organização das bolsas de valores mobiliários; o monopólio dos corretores públicos; a ausência de legislação adequada; os ônus impostos pela Lei da Usura. (GALVÊAS, 2008, p. 3).

Nesta seara, as empresas brasileiras possuíam características muito semelhantes às existentes na época colonial, mantinham suas empresas por tradição nas mãos da família ou de pequenos grupos sem manterem interesse na abertura de capital para venda de ações, uma vez que ensejam o desejo de manutenção da concentração de poder do controle da empresa, assim, não adquiriram novos “sócios” em que pese que as ações conforme tratado anteriormente garantem status aos adquirentes dos títulos de valores mobiliários. (CAMARGO, 2007, p. 3).

Ainda, o fato de não existirem instrumentos adequados para regular o mercado de capitais à época, representava um enorme risco, uma vez que os investidores, ora tratados acima como poupadores, mas, que ao se tornarem investidores passam a também serem tratados como tais, não aplicavam suas poupanças no mercado de capitais.

Não obstante, as próprias empresas mesmo recebendo uma série de incentivos a participarem do mercado de capitais, não mantinham interesse, uma vez que se requeria um elevado custo para conseguir se adequarem às normas exigíveis, deste modo, não era possível à época induzir nenhuma das partes quais sejam, o investidor o empresário a se tornarem novos adeptos do mercado de capitais brasileiro. (CAMARGO, 2007, p. 3).

Os resultados desses fatores foram verificados na grande dependência das empresas nos financiamentos bancários, os quais demonstravam ser mais

vantajosos em virtude de não haver segurança jurídica no mercado de capitais e, mesmo o Brasil possuindo uma das taxas mais altas de juros aplicadas, sempre houve a preferência pelo mercado bancário, “ir ao banco” era na maioria das vezes a primeira opção das empresas brasileiras, principalmente em se tratando de grandes investimentos. (CAMARGO, 2007, p. 4).

Assim, via de regra recorria-se a recursos governamentais subsidiados como por exemplo, o BNDS, no entanto, favorecia-se somente as empresas já existentes e consolidadas no mercado haja vista, que estas mantinham mais credibilidade e garantias a oferecer nos empréstimos em troca de juros mais baixos. (MB ASSOCIADOS, 2000, p. 5).

Diante de tais circunstâncias, apenas em meados da década de 60 que o mercado de capitais brasileiro demonstrou expressividade, no governo liderado por Castelo Branco, advindo da revolução que ficou conhecida como regime militar de 1964, assim, verifica-se que até a metade da década de 60 o Brasil possuía uma cultura de investimentos desfavorável, no entanto, neste momento que surgiu pela primeira vez uma política voltada ao mercado de capitais. (CAMARGO, 2007, p. 5).

Nos ensinamentos de Luiz Rafael de Vargas Maluf (2014, p. 24), o período ficou marcado por um governo de reformar econômicas, possuindo a intenção de reversão do processo inflacionário e anulação do déficit público, por meio de uma política fiscal e monetária que criava um ambiente propício para o aumento da poupança interna.

O jurista afirma ainda:

Nesta época, o Brasil ocupava a posição de 50ª nação em relação à Produto Nacional Bruto (PNB), com uma inflação beirando os 100%, sendo ainda considerado um país subdesenvolvido, com inexpressiva poupança financeira decorrente de haveres não monetários, e sem nenhuma forma de proteção contra a depreciação da moeda. Não havia poupança de médio e longo prazo, e as operações financeiras limitavam-se às operações de curto prazo. (MALUF, 2014, p. 31).

Ary Oswaldo Mattos Filho (2014, p. 71) corrobora com o entendimento afirma que o crescimento do mercado de capitais, se deu de um modo curioso, ou seja, no regime militar.

No referido período, houve um significativo envolvimento por parte do Estado nas atividades econômicas. Iniciou-se um processo de reforma financeira e reestruturação do mercado de valores mobiliários, ocasião a qual houve a promulgação de muitas leis, entre elas a Lei n.º 4.59553, em 31 de dezembro, também conhecida como Lei da Reforma Bancária, criando o atual Sistema Financeiro Nacional (SFN), a qual criou como órgão máximo deste sistema o Conselho Monetário Nacional (CMN) e como órgão responsável pela execução das políticas traçadas pelo CMN, o Banco Central do Brasil (BC ou BACEN).

Logo após a criação do sistema financeiro nacional (SFN), o legislador promulgou a Lei 4.728 datada de 14.04.1965 a primeira lei de valores mobiliários no Brasil, assim, diante a aprovação destas normas houve muitas mudanças estruturais no mercado de capitais brasileiro, sendo tempo o período marcado pelo “milagre brasileiro”. (GALVÊAS, 2008, p.4).

Assim, a Lei do mercado de capitais passou a estabelecer inúmeros incentivos tributários para investimento em ações, neste contexto histórico que foi instituído o Decreto-Lei n. 157, que trouxe novos incentivos ao mercado. O mesmo estabelecia a possibilidade para os contribuintes investirem parte do seu imposto de renda no mercado de ações por meio dos fundos de investimentos.

Seguindo na revisão histórica de Lameira (2000, p. 2), estas leis proporcionaram o “arcabouço legal que permitiu às empresas e instituições financeiras participantes da conjuntura econômica e financeira dessas épocas, ampliar seu desenvolvimento técnico” e, por conseguinte, complementa, “aumentar a eficiência de alocação de recursos em todo o sistema financeiro”. (LAMEIRA, 2000, p. 2).

Segundo Kumpel (2007, p. 17), o desenvolvimento acelerado que

marcou o mercado de capitais “foi fortemente incentivado pela atividade regulatória do legislador e das entidades de fiscalização do mercado”. Esse desenvolvimento, segundo seu entendimento, “está em harmonia com a prática financeira das grandes empresas e com a expansão mundial dos negócios”.

Como efeito das reformas ocorridas, destaca:

Uma grande massa de investidores começou a investir em ações, após as reformas promovidas no sistema financeiro pela Lei de Mercado de Capitais de 1965. Entre outros benefícios, a referida Lei possibilitou aos investidores, o acesso a novos instrumentos para a aplicação do capital, visando o desenvolvimento global do mercado e o estímulo à poupança e suas aplicações no mercado nacional. (LAMEIRA, 2000, p, 3).

No mesmo entendimento afirma:

O mercado de capitais passou por um momento de euforia, que persistiu até o início da década seguinte, com o aumento do volume de negociações nas bolsas de valores e a inversão de quantidade significativa de recursos. (YAZBEK, 2007, p. 263),

No entanto, todo esse arcabouço jurídico destinado a aumentar os investimentos no mercado de capitais brasileiro, não era marcado por qualquer preocupação em estimular uma participação consciente dos poupadores, aqui investidores. Deste modo, a participação no mercado de capitais era estimulada de forma inconsequente, sustentando um desenvolvimento econômico totalmente artificial como mera alternativa de pagamento de tributos.

Assim, estimularam os pequenos investidores de forma desesperada e desinteressada ao investimento no mercado acionário, motivo o qual, inclusive contribuiu ao longo do tempo para o desperdício de recursos públicos, conforme aduz José Luiz Bulhões Pedreira em sua obra:

No início funcionou, mas depois a experiência mostrou que esses inventivos (dos fundos do 157) não dão resultados, ou funcionam muito limitadamente. É complicado criar algo dessa forma, artificial. Houve

uma perda grande, recursos foram mal aplicados. Surtiu algum resultado, mas, se isso for comparado com o montante de impostos dirigidos para esse fim não compensou.

Com o 157, todo mundo começou a ter estímulo para, em vez de pagar imposto, comprar ações. Qualquer um podia fazer e muitos tiveram a iniciativa, mas sem dar a menor importância para aquilo. Era apenas uma alternativa ao pagamento de impostos. Aplicava-se em empresas que só existiam no papel, por causa da questão tributária. (BULHÕES, 2012, p. 29).

Há de se ter em mente que havia pessoas físicas sem quaisquer interesses em investimentos, não se tratava de investidores conscientes de suas decisões e, de outro lado as companhias investidas por estes, não possuíam real interesse na participação no mercado de capitais.

Assim, segundo Mattos Filho e Prado (2011, p. 14) “ o verdadeiro objetivo de abrir capital era receber recursos de maneira facilitada e mais barata que o captado no sistema bancário”.

Ocorre, que os incentivos criados pela Lei do Mercado de Capitais e o Decreto-Lei, de fato, impulsionaram o crescimento dos preços e volumes das bolsas, no entanto, de forma especulativa, haviam poucos investidores qualificados que realmente entendiam o suficiente para realizarem tais operações.

Deste modo, o ambiente de euforia encontrava-se em descompasso com a realidade do mercado de capitais brasileiro, assim, em 1971 o mercado de capitais brasileiro, foi marcado por um mercado especulativo, onde a possibilidade de lucro fácil e rápido atraiu o capital de investidores especuladores amadores, no entanto, esgotadas as fontes de recursos novos, houve o início da queda de preços das ações. (BULHÕES PEDREIRA, LAMY FILHO, 1992, p. 135-136).

Nesta ocasião, os especuladores profissionais começaram a se desfazer rapidamente de seus títulos, motivo o qual, os especuladores aventureiros pouco conscientes arcaram com os prejuízos, em virtude do seu menor acesso às informações e sua ingenuidade, assim acabaram com títulos de baixíssimo valor, o que acarretou em prejuízos e desconfiança no mercado de

capitais. (SOUSA, 1998, p. 23).

Neste sentido disserta Macarini:

A altíssima rentabilidade a curto prazo propiciada pela Bolsa – inteiramente apoiada pela política econômica, não revelando nenhum receio quanto aos riscos inerentes a um boom tão intenso – não deixaria de seduzir o pequeno investidor. Como é usual, a classe média afluiria em grande número quando a bolha já se aproximava do seu limite – desfazendo-se de bens tangíveis (automóvel, apartamento) ou mesmo endividando junto à rede bancária, na certeza e colher lucros mais que compensadores. (2008, p. 162).

Assim, verifica-se que o mercado de capitais brasileiro passou por momentos antagônicos, uma vez que quando finalmente este atraiu interesse por parte da população, fazendo com que esta investisse sua poupança aplicando no mercado de capitais, o resultado foi caótico, abalando sua credibilidade.

Desastre, diante o contexto histórico da evolução do mercado de capitais brasileiro, verifica-se que a partir do *boom* tornou-se necessário a devida regulação deste, principalmente com cernisse ao investidor.

Assim, inicialmente, será abordado o conceito de “regulação” a ser adotados neste presente trabalho, para melhor compreensão das normas regulatórias presentes no mercado de capitais.

A primeira notícia de regulação na história mundial, se deu no século XVIII, inicialmente voltada a atender a mecânica, referindo-se naquela época uma bola de ferro que atuava como uma espécie de peça reguladora das máquinas a vapor, para que fosse possível controlar o equilíbrio da pressão do vapor aquecido, evitando assim a explosão das máquinas.

Contudo, que desde a idade média já havia se percebido a necessidade de regulação dos interesses para que fosse possível alcançar equilíbrio, ainda que restrito a determinado grupo de pessoas.

Nesta seara, na medida em que era reconhecida a imperfeição dos mercados e, que estes eram passíveis de falhas, residindo então o fundamento

da intervenção estatal na economia. Impunha vá-se a atuação do estado para correção das falhas com o intuito de equilibrar o mercado, no entanto, deve prescindir um limite a esta atuação para não retirar o direito da livre independência financeira.

Assim, não se pode deixar de mencionar como marco jurisprudencial da atividade regulatória do Estado, a decisão da Suprema Corte Norte-americana de 1877, no caso *Munn v. Illinois*⁴, no qual restou decidido que qualquer atividade, revestida de “interesse público”, seria passível e regulação por parte do Estado.

A regulação de determinada atividade compreende a um conjunto de regras que estabelecem limites à atuação dos agentes econômicos, com o objetivo de conciliar a liberdade de iniciativa com o interesse público.

Os objetivos da regulação são os seguintes "proteção aos investidores; eficiência do mercado; criação e manutenção de instituições confiáveis e competitivas; evitar a concentração de poder econômico; impedir a criação de conflitos de interesses. "(MONTEIRO, 2011, p. 2).

No entanto, o objetivo primordial da regulação do mercado de capitais desrespeita a proteção aos investidores, por estes estarem em uma situação de desigualdade, assim, a regulação do mercado consiste na tutela dos investidores, que são aqueles que aplicam seus recursos financeiros em valores mobiliários emitidos publicamente por companhias abertas e negociados no mercado secundário.

Nesse sentido, corrobora:

A regulação deve promover a confiança dos investidores nas entidades que emitem publicamente seus valores mobiliários, assim, como naquelas que os intermedeiam ou proporcionam os locais ou mecanismos de negociações, de custódia, compensação e liquidação das operações. Ou seja, os investidores devem poder acreditar que seus recursos em aplicações no mercado estarão razoavelmente relacionados aos riscos dos investimentos; que as instituições atuantes apresentam integridade financeira; e que as informações providas pelas emissoras de valores mobiliários são verazes e fidedignas. (EIZIRIK, 2011, p. 17).

Deste modo, a regulação pode reduzir os riscos dos investidores, no entanto, não significa que a regulação elimine os riscos, os quais são de essência própria do mercado de capitais, o que se tenta por meio de regulação é uma redução de determinados riscos, não dos investimentos em si, mas daqueles oriundos de comportamentos impróprios, uma vez que os riscos dos investimentos em títulos de renda variável, não podem ser eliminados, haja vista, que constituem "títulos que não atribuem a seus tomadores retornos fixos, mas simplesmente o direito de participarem nos eventuais lucros gerados pela companhia emissora" (EIZIRIK, 2011, p. 18).

Passando-se os esclarecimentos acerca do conceito de regulação e seus objetivos, abordar-se-á no presente estudo a inspiração da regulação no mercado de capitais brasileiros após o *boom*.

O mercado de capitais brasileiro foi fortemente inspirado nas normas Norte-Americanas, assim, realizar-se um paralelo entre os dois mercados e como se procedeu à regulação a qual serviu de inspiração a todo o sistema atual de regulação no mercado de capitais brasileiro.

O *Crash* de 1929 deu surgimento à legislação federal do mercado de valores mobiliários Norte-Americano, uma vez que as leis estaduais conhecidas como *Blue Sky Laws*, as quais mantinham o intuito primordial de proteção aos investidores do presente mercado em âmbito estadual, se mostravam insuficientes para controlar este, principalmente, no que referia-se às ofertas advindas de outros estados e que não conseguiam evitar as diversas fraudes e manipulações que resultaram na quebra da bolsa de Nova York. (ANDREZO, 2019, p. 6).

Assim, após a primeira Guerra Mundial os Estados Unidos, emergiu como a maior potência mundial, sendo considerado o país mais rico do mundo, motivo o qual, atraiu investimentos de toda parte, e em consequência disso a

Bolsa de Valores de Nova York também disparou seu crescimento com vultosos investimentos, passando a ser considerado um mercado atraente. (ABRÃO, 2015, p. 4).

Diante a abundância de crédito disponível no mercado, os resultados começaram a serem vistos a partir do descontrole por parte das pessoas, as quais efetuavam compras que não conseguiriam honrar posteriormente, não obstante, a especulação era de níveis altíssimos e os valores não condiziam com a realidade das empresas. (ABRÃO, 2015, p. 4).

Assim, desde setembro de 1929, o mercado de capitais começou a apresentar alguns sinais de sua queda, com a baixa da produção e outros fatores os valores das ações começaram a despencar de forma muito rápida, assim, receosos que a “bolha” estourasse os investidores consequentemente passaram a se desfazer de modo descompensado de seus papéis, o que gerou desconfiança em outros investidores gerando um “espiral de vendas maciças”. (ABRÃO, 2015, p. 4).

O desequilíbrio financeiro, ora inevitável, como já esperado foi drástico, repentinamente não havia mais compradores para aqueles papéis os quais eram investimentos tão atrativos, se instaurando pânico.

Neste cenário que ocorreu a “queda da Bolsa de Nova York”, levando muitas empresas à falência, alto índice de desempregados e uma grande recessão que ficou conhecida como “A Grande Depressão”. (ABRÃO, 2015, p. 4).

Assim, diante a enorme crise que se alastrou pela economia Norte-Americana com reflexos em todo o mundo, notou-se que o mercado de capitais envolvia um interesse público de cunho nacional, não podendo este ficar à margem de normas estaduais como ocorria pelas *Blue Sky Laws*.

A partir deste contexto histórico que surgiram às primeiras legislações federais sobre valores mobiliários nos Estados Unidos. (ABRÃO, 2015, p. 4).

Logo, o então Presidente Franklin D. Roosevelt prometeu em seu discurso de nomeação o plano “*New Deal*” o qual foi acompanhado com a ideia veemente de “(...) permitir que a luz do dia entre no mercado de valores mobiliários de empresas americanas e estrangeiras ofertados para o público em geral”. (ANDREZZO, 2018, p. 6).

Seu entendimento, era no sentido que o Estado não poderia e nem deveria impedir que os valores mobiliários sofressem quedas ou que seriam rentáveis, no entanto, o governo deveria obrigar “que todas as ofertas de valores mobiliários fossem acompanhadas de informações completas sobre seu investimento e que nenhuma informação essencialmente importante fosse omitida ao público investidor. ” (ANDREZZO, 2018, p. 6).

A proposta de recuperação no mercado de capitais era transferir às companhias o ônus de resgatar a confiança dos investidores, de modo que estes deveriam contar toda a “verdade”. (ANDREZZO, 2018. p. 6).

Neste histórico foram criadas diversas leis, dentre elas a *Securities Act of 1933*, que se refere à oferta de valores mobiliários a qual reafirma a intenção do Presidente da importância das informações ao mercado, a *Securities Exchange Act of 1934*, se referindo às exigências aplicáveis as companhias abertas, incluindo em seu texto legal, regras referentes à divulgação de informações e, criou a *Securities and Exchange Commission (SEC)*, órgão governamental destinado a supervisionar o mercado de capitais Norte-Americano.

As leis Norte-Americanas que regulam o mercado de capitais são bem desenvolvidas, complexas e baseadas em uma filosofia de publicidade, com intuito de proteger a integridade do mercado e os investidores que nele atuam, com o desejo de proporcionar aos mesmos, decisões conscientes de seus investimentos.

Por esse motivo, diante o *boom* na economia brasileira acima relatada e a necessidade de regulação do mercado de capitais brasileiro, as leis Norte-

Americanas, conforme ditas, serviram de inspiração para o legislador, justamente pelas qualidades acima descritas que fazem do mercado Norte-Americano um dos maiores e mais atraentes do mundo.

A legislação brasileira também seguiu o modelo informacional adotado pela regulação do mercado estadunidense, uma vez que compreendeu que a proteção do investidor deve ser dada a partir das informações, assim, em 1976 foi promulgada a primeira Lei 6.385 a qual regula exclusivamente o mercado de capitais, respectivamente sendo chamada de Lei do Mercado de Capitais, que além de promover uma reforma estrutural regulatória, acabou por criar a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), órgão governamental, inspirado na *Securities and Exchange Commission* (SEC), Norte-americana, especializado para atuar na regulação e fiscalização dos valores mobiliários.

Ainda, a referida legislação detalha as competências concernentes à Comissão de Valores Mobiliários, indicando os princípios que devem a nortear e atribui a CVM o poder normativo “competência para expedir, dentro outras, normas sobre a natureza das informações que devem divulgar e periodicidade da divulgação”. (BRASIL, 1976).

Não obstante, no mesmo ano foi promulgada a Lei 6.404, denominada Lei das Sociedades Anônimas por Ações a qual restou por estabelecer novos paradigmas no que se refere à atuação das sociedades anônimas, objetivando um crescimento no número de empresas participantes com o intuito de captação de recursos.

Advêm do referido dispositivo legal as obrigações e aspectos informacionais, os quais podem ser divididos em quatro grupos: informações necessárias ao exercício de direitos advindos da condição de acionista; informações econômicas financeiras; informações sobre os administradores; informações sobre atos e fatos relevantes (aplicáveis apenas às companhias abertas).

Conforme os ensinamentos de Andrezzo e Lima:

Criar a estrutura jurídica necessária ao fortalecimento do mercado de capitais de risco no País, imprescindível à sobrevivência da empresa privada na fase atual da economia brasileira. A mobilização da poupança popular e o seu encaminhamento voluntário para o setor empresarial exigem, contudo, o estabelecimento de uma sistemática que assegure ao acionista minoritário o respeito a regras definidas e eqüitativas, as quais, sem imobilizar o empresário em suas iniciativas, ofereçam atrativos suficientes de rentabilidade e segurança. (2001, p.338).

Em ambas o intuito foi favorecer um ambiente jurídico capaz de restabelecer o desenvolvimento do mercado de capitais e fortalecer a confiança do investidor, nesse caso, o papel principal da regulação tem o intuito de garantir a todos os envolvimento no mercado de capitais que tenham acesso às informações para que possam analisar o investimento e tomar uma decisão racional.

Por fim, a atuação estatal na ordem econômica encontra-se respaldada no Art. 174 da Constituição Federal de 1988, a qual, com a sua promulgação o Estado acabou por garantir determinadas pretensões necessárias ao desenvolvimento econômico e social da coletividade.

Como agente normativo e regulador da atividade econômica, o Estado exercerá na forma da lei as funções de fiscalização, incentivo e planejamento, sendo este determinante para o setor público e indicativo para o setor privado. (BRASIL, 1988).

Merece também referência a Lei no 10.303, de 31 de outubro de 2001, que além de alterações relevantes na regulação das sociedades anônimas fez modificações no que se refere ao mercado de capitais.

O mercado e capitais atualmente é marcado pela utilização de tecnologia de ponta, não obstante, a permissão de autor-regulação promovida pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), pressupõe em maiores proteções, uma vez que o referido órgão possui conhecimentos técnicos das operações e

com isso pode obter resultados mais satisfatórios.

Por derradeiro, a atividade regulatória possui amparo constitucional, conferindo ao Estado atribuições normatizadoras, fiscalizadoras zelando pelo seu desenvolvimento, assim, a intervenção estatal mediante a regulação (mão invisível).

Com efeito, busca-se por meio da regulação Estatal, que mantém caráter intervencionista na atividade privada a proteção dos agentes contra os riscos e possíveis falhas do mercado, bem como a proteção de terceiros e de toda a sociedade, a qual, somente pode ser alcançada através de boas normas regulatórias do trabalho do legislador e da Comissão de Valores Mobiliários

2.3 O ÓRGÃO DE CONTROLE: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM)

Feitas as devidas apresentações no que concerne à evolução do mercado de capitais brasileiros e suas regulamentações, assim, passa-se a análise de extrema importância para o tema objeto do presente estudo: a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), a qual, conforme se denota trata-se do órgão regulados do mercado de capitais.

Para isso, faz-se um adentro sobre as agências reguladoras, para compreender as suas origens e funções no Brasil. Estas surgiram em meio a uma crise a qual estado ultrapassava, que, diante à impossibilidade de continuar a prestação de determinados serviços públicos, passou por transferi-los as entidades privadas. (ARAGÃO, 2003, p. 24).

Assim, diante a necessidade de oferecer maior segurança e independência aos investidores surgiu a criação das agências reguladoras como forma de garantir regras claras e estáveis, bem como de fiscalizarem o cumprimento destas, ainda, estabelecerem metas para obtenção das atividades ora reguladas, assim, seu surgimento trata-se de um fenômeno decorrente da

globalização. (ARAGÃO, 2003, p. 24).

As agências reguladoras, portanto, tiveram quatro motivos fundamentais que levaram a criação: O primeiro motivo desrespeita a necessidade de tomar decisões de forma mais ágil, sem a morosidade natural do Legislativo e Executivo, nas tomadas de decisões que por muitas das vezes não poderiam aguardar, ainda, afastando as decisões das influências políticas; A necessidade das decisões serem tomadas por um órgão dotado por um órgão dotado de habilidade técnica relativa à área regulada; Objetivando a regulamentação socioeconômica, tornando um ambiente de livre concorrência, afastando, assim, as tendências ao monopólio de certos setores da economia; Diante a necessidade de equilibrar o sistema regulado, com o interesse de harmonizar os interesses de todas as partes.

Posto isso, pode-se definir as agências reguladoras como autarquias, as quais se submetem ao regime jurídico especial, dotadas de autonomias para suas competências definidas em lei, independentes da Administração Pública, cuja função primordial é promover a regulação econômico-social de setores da economia os quais requerem especialização técnica, para proporcionarem o equilíbrio entre os diversos interesses que os integram, de modo a qual, exercem seus poderes normativos, decisórios e fiscalizatórios dos agentes econômicos que se submetem à sua regulação.

Após uma visão geral das agências reguladoras, passa-se à análise a Comissão de Valores Mobiliários a qual, foi primeiramente constituída na forma de autarquia federal, pela Lei 6.385/76, inspirada no modelo Norte-Americano *Securities and Exchange Commission* (SEC), que conforme já exposto trata-se de órgão governamental responsável pela regulação do mercado de capitais estadunidense. (ABRÃO, 2015, p. 8).

Assim, a inserção da CVM no ordenamento brasileiro deu-se mediante a necessidade de resguardar o mercado de capitais e regulamentá-lo, motivo o

qual a legislação delegou poderes para sua atuação, deste modo, no exercício de suas funções, esta segue os preceitos do sistema financeiro os quais se baseiam na economia do mercado e na livre-iniciativa, os quais são reconhecidos como os preceitos mais eficazes para o desenvolvimento do País.

Em sua concepção original, possuía natureza de autarquia federal conforme o Decreto-Lei n. 200/67, todavia, com o objetivo de aumentar a sua autonomia e poderes foi editada em 2001 a Medida Provisória n. 8, posteriormente convertida na Lei 10.411/02, por meio da qual a CVM passou a ser uma entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, dotada de personalidade jurídica, patrimônios e receitas próprias, possuindo autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes ainda, autonomia financeira e orçamentária.

Assim, embora o modelo regulatório conferido na Lei 6.385/76 tenha sido inspirado na *SEC*, somente após a conversão para autarquia em regime especial que está de fato a Comissão de Valores Mobiliários se assemelhou com aquela que havia servido de inspiração.

Ao obter *status* de autarquia especial, a lei dispôs à entidade um corpo funcional composto como técnicos os quais se submetem ao regime jurídico dos servidores públicos civis, conferindo a estes, uma série de garantias.

Atualmente, seu corpo de dirigentes que a administram é formado por um Presidente, e quatro Diretores, nomeados pelo Presidente da República, depois de aprovados pelo Senado Federal, com mandato fixo e estabilidade, seus mandatos compreendem a cinco anos, vedada a recondução e no seu decurso só podem ser exonerados do cargo mediante renúncia, por decisão judicial transitada em julgado ou por processo administrativo disciplinar. O Presidente e a diretoria constituem o colegiado o qual é incumbido de definir políticas e estabelecer práticas a serem implantadas. (BRASIL, 1976).

A regulação da CVM deverá observar e levar em conta alguns

fundamentos, quais são:

Interesse Público: Observância permanente do atendimento ao interesse público, haja vista, que através deste mercado as poupas individuais fluí diretamente para as empresas, positivando o crescimento e prosperidade da economia e da nação. Confiabilidade: Constitui um requisito fundamental para a existência e desenvolvimento de um mercado atraente e de sucesso, uma vez que somente conseguira ser eficiente se todos os seus participantes acreditarem no seu funcionamento. Eficiência: Considera-se um objetivo permanente, a ser seguido pelas autoridades ao regularem, buscando sempre maior eficiência no mercado. Competividade: A prática de competição constitui um fator fundamental uma vez que reduz a necessidade de regulação e estimula a criatividade dos participantes. Mercado Livre: Deve-se estar presente sempre o respeito a livre atuação das forças e o livre acesso ao mercado. Proteção ao Investidor: Sendo um dos mais significativos fundamentos, com intuito de manter a confiabilidade e visando atrair mais adeptos, há uma extrema necessidade de tratamento equitativo, uma vez que este ao pese que encontra-se em situação de desigualdade com as companhias, merece maior proteção, no entanto, tal proteção não deve distorcer os riscos inerentes ao mercado, somente evitar as manipulações. (SILVA, 2015, p. 6-7).

Tais fundamentos encontram-se previstos no Art. 4º da Lei nº 6.385/76, descrevendo os fins a serem alcançados:

Art. 4º O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de:

I – estimular a formação de poupanças e a sua aplicação em valores mobiliários;

II – promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações, e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais;

III – assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa e de balcão;

IV – proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra:

a) emissões irregulares de valores mobiliários;

b) atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários.

c) o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários.

V – evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas

A criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado;

- VI – assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido;
- VII – assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários;
- VIII – assegurar a observância no mercado, das condições de utilização de créditos fixados pelo Conselho Monetário Nacional. (BRASIL, 1976).

A Lei restou por conferir a CVM meios materiais e institucionais para a efetivarem o cumprimento de suas funções, uma vez que pouca ou nenhuma eficácia teria a sua atuação se não lhe fosse conferido meios para alcançar suas finalidades, motivo o qual a lei lhe conferiu inúmeros poderes.

A competência da CVM está prevista no Art. 8, I da Lei 6.385/76 e, compreendem os âmbitos de regulamentar, autorizante e fomentador, compreendido na função de regulamentar, que tem possui como objeto o funcionamento do mercado de capitais, assim, incube a esta disciplinar os registros que interessam o mercado, a admissão à negociação de valores mobiliários nas bolsas de valores bem como definir práticas irregulares por parte dos administradores das companhias abertas, investidores entre outras partes que componham o mercado. (BRASIL, 1976).

Ainda, incube a esta por força legal do dispositivo a competência para expedir normas referentes a informações que as companhias abertas devem divulgar e sua periodicidade; padrões de contabilidade, relatórios e pareceres e outras serem de regulamentações quanto ao mercado de capitais e as Sociedades Anônimas de Capital Aberto. (BRASIL, 1976).

Não obstante, conforme os incisos II e V ainda do Art. 8 da Lei 6.385/76, a autarquia também possui a função de fiscalizar, ininterruptamente, as atividades e os serviços que se referem ao mercado de capitais, que constam no Art. 1 da referida lei, bem como, as companhias abertas e demais ademais agentes econômicos que constituem o presente segmento financeiro. (BRASIL, 1976).

A referida lei em Art. 9 também confere à função fiscalizatória a ser exercida pela autarquia, assim, conforme disposto em seu inciso I poderá:

Examinar e extrair cópias de registros contábeis, livros ou documentos, inclusive programas eletrônicos e arquivos magnéticos, ópticos ou de qualquer natureza, bem como de papéis de trabalho de auditores independentes, devendo tais documentos serem mantidos em perfeita ordem e estado de conservação pelo prazo mínimo de cinco anos. ” (BRASIL, 1976).

Ainda, na mesma seara o inciso II por seu turno, prevê que a CVM poderá “intimar as pessoas referidas no inciso I a prestar informações, ou esclarecimentos, sob cominação de multa, sem prejuízo da aplicação das penalidades previstas no art. 11”. (BRASIL, 1976).

Não obstante, o inciso III estabelece o poder da agência em requisitar informações de qualquer órgão público, autarquia, ou empresa pública para apurar os processos, previsão a qual se alinha junto ao princípio geral da colaboração que norteia a administração pública, a colaboração. (BRASIL, 1976).

No que desrespeita aos poderes inibitórios atribuídos à CVM pelo § 1º do art. 9º, estes poderão ser exercidos nas situações que for necessário “prevenir ou corrigir situações anormais do mercado”. (BRASIL, 1976).

Portanto, nos termos do Art. 11 da lei 6.358/76, com redação alterada pela Lei 9.457/97 e pela Medida Provisória 784/2017 a CVM é investida de poderes sancionatórios (função judicante), ou seja, de impor as penalidades ali referidas a todos os “infratores das normas desta Lei, da lei de sociedades por ações, das suas resoluções, bem como de outras normas legais cujo cumprimento lhe incumba fiscalizar” (BRASIL, 1976).

Assim, as referidas legislações descritas dispõem que incube a CVM impor as seguintes penalidades: a) advertência; b) multa; c) inabilitação para o exercício de cargo administrador ou conselheiro; d) suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades mercadológicas; inabilitação temporária para praticar atos referentes ao segmento financeiro em questão; e e) proibição de atuar, direta ou indiretamente, em modalidades de operações de mercado.

(BRASIL, 1976).

Não obstante, a incube a CVM a competência autoriza-te, possuindo está a função de legitimar a "constituição de sociedades anônimas abertas, emissão e negociação de valores mobiliários no mercado e o funcionamento dos agentes cuja atuação esteja direta ou indiretamente ligada a esse mercado." (BRASIL, 1976).

Assim, por meio das funções acima descritas a Comissão de Valores Mobiliários busca a finalidade de normatizar e controlar o Mercado de Valores Mobiliários o qual, vem se desenvolvendo, tornando-se cada vez mais atraente no âmbito nacional e internacional, portanto, a autarquia reguladora deve estar preparada para regular e supervisionar um mercado em fase de desenvolvimento com forte tendência.

Neste contexto, o papel da Comissão de Valores Mobiliários é desenvolver, regular e fiscalizar o Mercado de Valores Mobiliários, como instrumento de captação de recursos para as empresas, protegendo o interesse dos investidores e assegurando ampla divulgação das informações sobre os emissores e seus valores mobiliários.

3. INSIDER TRADING

3.1 O RISCO DO *INSIDER TRADING*: OBJETO DE TUTELA JURÍDICA

Verificou-se que a economia prescinde de um mercado de capitais estruturado, assim, partindo da premissa que o mesmo possui enorme contribuição ao desenvolvimento econômico, verificando-se a necessidade de regulamentação principalmente no que concerne a proteção dos investidores, uma vez que estes se expõem a riscos os quais, ultrapassam as ineficiências intrínsecas do mercado, motivo o qual se tornou necessário normas tanto de caráter preventivo quanto repressivo.

No presente capítulo, tratar-se-á do ilícito passível de repressão denominado *Insider Trading*, no entanto, antes e adentrar no seu conceito, regulamentação e peculiaridades, abordar-se-á os seus objetos de tutela jurídica e suas razões, para poder assim obter uma melhor compreensão futura acerca do assunto principal, ressalta-se, que o presente trabalho não possui intuito de desdobrar as normas na esfera penal.

Tanto no Brasil quanto ao redor do mundo, uma das dúvidas cruciais que permeia a repressividade no mercado de capitais desrespeita a definição do seu objeto de tutela, motivo o qual, gerou divergência no entendimento doutrinário dos especialistas.

Assim, via de regra o bem jurídico a ser tutelado nos crimes contra o mercado de capitais se se dividem em: (i) patrimonial dos investidores, (ii) da igualdade entre os investidores, (iii) do correto funcionamento do mercado de capitais, (iv) dos interesses da sociedade emissora de valores mobiliários, e (v) da confiança dos investidores.

A primeira corrente compreende, que o bem jurídico a ser tutela trata-se do patrimônio dos investidores, sendo este um bem individual do investidor

(ALONSO, 2009, p. 116-117), o presente posicionamento adveio do sistema vigente norte-americano o qual, suas regulamentações conforme mencionado em capítulo anterior surtiram após a quebra da bolsa de Nova York, que deu origem ao plano *New Deal*, motivo pelos imensuráveis prejuízos financeiros dos investidores, qual deu origem, a edição a regra 10B-5 da SEC.

No entanto, a segunda corrente apresenta a ideia de que o objeto de tutela é a busca por uma igualdade entre os investidores, fundada no preceito de proteção ao investidor. Tal posicionamento, no entanto, deve-se proceder de uma delimitação no âmbito da igualdade entre os investidores. (ALONSO, 2009, p. 99).

Conforme já abordado no primeiro capítulo, o mercado de capitais possui certas características as quais, torna-se absolutamente inviável uma igualdade de forma estrita entre os participantes, uma vez que o livre acesso compõe o rol destas características, de extrema importância para o funcionamento do mercado, assim, eliminasse a possibilidade de igualdade entre todos os investidores.

Deste modo, o mercado de capitais é constituído por diferentes investidores possuindo cada um, diferentes características que os tornam diferentes entre si, sendo uma delas o poder econômico e qualificação. (YAZBEK, 2007, p. 42-43).

No entanto, o que se pretende é igualar a tutela no que se refere ao acesso de informações entre os investidores, assim, mesmo havendo diferenças pessoais entre cada um deles, busca-se garantir que todos possuam igualdade de informações para adquirirem valores mobiliários.

A quarta correte seria o próprio funcionamento do mercado de capitais, uma vez que o bom funcionamento deste é de suma importância para o funcionamento dos sistemas econômicos, neste sentido o Parlamento Europeu já se posicionou por meio dos Preambulares da Diretiva 2003/6/CE quando pronuncio que “A criação de um mercado financeiro integrado e eficiente

pressupõe que seja garantida a integridade do mercado”. (ALONSO, 2009, p. 104).

Neste sentido, Leite Filho afirma que:

(n)o sistema interno, é a integridade do mercado de valores mobiliários que a norma penal visa a proteger, tanto em razão da consideração acima lançada, como porque, no plano constitucional, é o próprio mercado de valores mobiliários que, no integrar o sistema financeiro – e desempenhar no seu interior a relevante função de financiador da economia e do bem-estar social que o crescimento econômico pode alavancar – agrega o valor correspondente à dignidade de tutela penal. (2011, p. 410).

No que se refere a quarta corrente, a doutrina trata sobre a garantia dos interesses das sociedades anônimas emissoras de valores mobiliários, uma vez que parte dessa doutrina defende que o mercado de capitais só existe funcionalidade graças às companhias emissoras, motivo o qual, devem-se estas precederem-se de garantias.

No entanto, a adoção de tal posicionamento o qual foi desenvolvido a partir do dever de lealdade dos administradores que possuem relações diretas com a companhia, não parece ser o objeto mais adequado uma vez que as companhias que recorrem aos investidores como forma de financiamento.

Por fim, para a quinta corrente o bem jurídico ora defendido juridicamente torna-se a confiança dos investidores, uma vez que a prática de *Insider Trading* removeria a confiança destes no mercado de capitais.

Posicionamento este que conforme a diretiva 2003/6/CE:

O bom funcionamento do mercado dos valores mobiliários e a confiança do público nos mesmos mercados são uma condição essencial ao crescimento econômico e da prosperidade. As situações de abuso ao mercado prejudicam a integridade dos mercados financeiros e a confiança do público nos valores mobiliários e instrumentos derivados. (ALONSO, 2009, p. 104).

Corroborando com o entendimento Castellar entende que a confiança deve ser o bem juridicamente protegido na espécie e, para esse autor:

[...] a confiança dos investidores tem um importante significado, motivo pelo qual sua tutela deve conseguir-se mediante uma política de ordenação estatal e de estabilidade nas condições de atuação dos operadores econômicos. (2008, p. 107 – 109).

O mesmo autor ainda defende que:

O bem jurídico objeto da tutela penal do delito de uso indevido de informações privilegiadas estará na proteção da confiança que deve impetrar no mercado de valores mobiliários, pois é este bem que estimula os investidores a aplicarem seus recursos neste mercado. (CASTELLAR, 2008, p. 108)

Assim, ao alcançar a confiança dos investidores no mercado torna-se um mercado atraente e eficiente, cumprindo com os interesses deste, motivo qual, demonstra estar em concordância com os preceitos do mercado de capitais.

Diante os entendimentos acerca do objeto de tutela jurídica dos crimes de *Insider Trading* acima tratados, finaliza-se o entendimento adotando um posicionamento mais abrangente, o qual se acredita ser o mais conveniente:

Tutelam-se *a priori*, a ordem econômica, em seus fundamentos da livre concorrência e da defesa do consumidor; e, em especial, o mercado de valores mobiliários, assegurando a sua competitividade, confiabilidade e regular operação, pela prevenção contra manipulações financeiras e garantia do acesso equitativo à informação relevante, de modo a propiciar aos investidores e especuladores a adoção de decisões racionais. (SCALZILLI; SPINELLI, 2007, p. 49).

Posto isso, dois fatores justificam a repressão do *insider trading* sendo eles os de ordem econômica e a ética. As razões econômicas conforme verifica-se estão relacionadas a eficiência do mercado:

As razões econômicas estão relacionadas ao conceito de eficiência na determinação da cotação dos valores mobiliários negociados no mercado de capitais. Considera-se que o mercado é eficiente quando os preços das ações refletem todas as informações sobre as emissoras e os títulos negociados; quanto mais rápida for a reação dos títulos as

novas informações, em princípio, mais eficiente será o mercado. (EIRIZIK, 2011, p. 554).

Deste modo, o ideal seria que os preços refletissem apenas as informações acessíveis a todos os participantes do mercado, para um bom funcionamento deste, motivo o qual há a repressão ao *insider trading*.

Não obstante, o mesmo Autor em relação às razões éticas:

As razões de ordem ética derivam do princípio da igualdade de acesso as informações, o denominado *market egalitarianism*. Com efeito, há um total desequilíbrio entre a posição do *insider* e a dos demais participantes do mercado, sendo eticamente condenável a obtenção de lucros unicamente em função da utilização de informações confidenciais que o *insider* sabe que não estão disponíveis para o público. (EIZIRIK, 2011, p. 555).

Assim, busca-se a regulamentação quanto a simetria informacional, na tentativa de inibir o uso de informações privilegiadas no mercado e capitais.

Jason Rockwell (2016, p. 140-180) por seu turno reduz que as razões para a repressão ao *insider trading* se referem ao fato que estes são colocados em posições vantajosas sob os demais investidores, causando desconfiança a qual acaba por desencorajar os demais participantes do mercado.

Atualmente, como já relatado o combate ao *insider trading* é realizado por meio de normas preventivas e repressivas. No entanto, Eizirik (2011, p. 557) por sua vez compreende que o objeto de tutela jurídica das normas sancionatórias é:

[...]da estabilidade e eficiência do mercado de capitais, tutelando o princípio da transparência de informações essencial, ao desenvolvimento regular do mercado. Também pode ser considerado como bem jurídico objeto da tutela a proteção da confiança e do patrimônio dos investidores que aplicam seus recursos no mercado de capitais. (EIZIRIK, 2011, p. 557)

Portanto, verifica-se que há repressão ao *insider trading* possui de

forma primordial duas razões as quais, se justificam no intuito de fornecer ao mercado de capital credibilidade e tratamento equitativo, visando resguardar todos os objetos de tutela jurídicas mencionadas uma vez que os mesmos se interligam nas suas funcionalidades.

Isso posto, colacionados importantes comentários acerca dos objetos passíveis de tutela jurídica do *insider trading*, os quais, divergem na doutrina e das razões de repressão, passa-se a análise do princípio *full disclosure* e da definição jurídica de fato relevante.

3.2 PRINCÍPIO *FULL DISCLOSURE* E DEFINIÇÃO JURÍDICA DE INFORMAÇÃO RELEVANTE

A regulamentação do mercado de capitais brasileiro, conforme elucidado em capítulo anterior, teve sua inspiração nas normas regulamentárias do direito norte-americano a partir do plano “*New Deal*”, momento o qual se deparou-se os Estados Unidos da América com a necessidade de proteger o investidor diante a quebra da bolsa de Nova York, no entanto, verificou-se que o Estado tão somente deveria interferir no que cerne as informações que as companhias deveriam prestar aos investidores.

Assim, conforme Comparato (2005, p. 58) em relação ao modelo básico de regulamentação estadunidense, a ideia principal que orientou sua elaboração das leis de 1933 e 1934 foi exposta, primeiramente pelo pioneiro Brandeis, o qual em sua famosíssima obra acerca do assunto conhecida como *Other People's Money And How the Bankers Use It*, de 1914, tempos antes da regulamentação já afirmava que: “*assim como a luz solar é tida como o melhor dos desinfetantes, a luz elétrica é o mais eficiente policial*”.

Verifica-se que antes mesmo da atual regulamentação, o doutrinador já afirmava com convicção que não deveria o Estado tentar evitar que os

investidores fizessem maus negócios, mas que este pudesse tomar sua decisão por meio de amplas e completas informações.

Neste sentido, em relação à tendência do processo de *disclosure* nos Estados Unidos, Mundheim disserta:

O *disclosure* (processo de fornecimento de informações) tem sido um instrumento essencial na legislação sobre mercado de capitais. O fornecimento de informações sobre as empresas cujas ações são distribuídas ou negociadas no mercado proporciona aos investidores uma base que lhes permite fazer um julgamento racional dos méritos comparativos dessa empresa. (1975, p.181).

Deste modo, o direito brasileiro a partir da edição da Lei 6.385/76 deixou claro a intenção de seguir os preceitos fundamentais das regras norte-americanas no sentido do *full disclosure* ao efetivar normas as quais, conforme serão vistas a seguir o modelo informacional, para que o investidor possa decidir se deve ou não investir no mercado de capitais.

Neste sentido, assevera sobre o assunto:

[Na] prática consagrada em quase todos os países inexistia um exame sobre a qualidade do empreendimento. Tal se justificava por algumas razões básicas. Em primeiro lugar, considerava-se que não cabe ao Estado substituir os investidores na análise de qualidade das empresas. Com efeito, não há por que se presumir que o funcionário público melhor poderia aquilatar o mérito de determinado investimento do que o investidor de mercado. Em segundo lugar, razões de ordem prática normalmente impõem às agências reguladoras tal política, uma vez que assumir o encargo de julgar o mérito da emissão pode ter como consequência sua responsabilidade civil pelos prejuízos sofridos pelos investidores no caso de insucesso do empreendimento. (EIZIRIK, 1987, p. 187).

Assim, ao invés do Estado efetuar a análise do investimento no lugar do investidor, cumpre a este tomar as suas próprias decisões baseadas nas informações as quais as companhias emissoras dos valores mobiliários são obrigadas a prestarem, portanto, incube ao investidor analisar se deve ou não investir a sua poupança.

A partir dessa nova legislação, grande parte os mercados de capitais inclusive o brasileiro, passaram a adotar o princípio *full disclosure* ou da informação completa, uma vez que compreenderam que a proteção ao investidor deveria ser dada mediante as informações, traduzindo-se em normas de caráter preventivo conforme os ensinamentos a seguir:

As normas preventivas são as que: promover o sistema de “*disclosure*”, ou de transparência das informações de maneira a assegurar à necessária visibilidade as operações de mercado de capitais; e impõem aos *insiders* a obrigação de informar sobre as operações por eles realizadas [...]. (EIZIRIK, 2011, p. 556).

Acerca do entendimento doutrinário do princípio *full disclosure* disserta:

A norma de *disclosure* ou, como entronizada no nosso direito, “princípio da transparência”, consubstancia-se em mecanismo para assegurar a simetria de informações na esfera do mercado de capitais ensejando, a toda a comunidade de investidores, o acesso às informações sobre as companhias. (PROENÇA, 2005, p. 44).

No mesmo sentido, corroborando com o entendimento assevera-se:

É assente na doutrina que o mercado de valores mobiliários se orienta pelo princípio do *full disclosure*, conceitualmente traduzido como imperativo de divulgação de informações em níveis adequados, qualitativa e quantitativamente, para o público investidor, no pressuposto de que, a partir da informação, o público esteja melhor bem esclarecido para aquilatar o risco do investimento. (FILHO, 2006, p. 107).

Ainda, acerca do princípio da obrigatoriedade de prestar informações:

Trata-se de princípio orientado especialmente à garantia da proteção do investidor, segundo o qual as empresas de valores mobiliários devem prestar amplas e completas informações a respeito delas próprias e dos valores mobiliários por ela emitidos. (ALONSO, 2009, p. 30).

Não obstante, acerca do referido princípio verifica-se que encontra em

consonância com a orientação do julgamento da AP 9247433-87.2005.8.26.0000, pela 5ª Câmara de Direito Privado do Tribunal de Justiça de São Paulo:

É exatamente por meio da divulgação e da publicidade de fatos relevantes que as informações acerca da companhia se tornam acessíveis aos acionistas e investidores (...). Tal exigência decorre do fato que o regular funcionamento do mercado de capitais depende da transparência o acesso às informações sobre as sociedades abertas emissoras de valores mobiliários negociados no mercado (...)
É precisamente neste dever que se encontra positivado o princípio *full disclosure*, o qual visa a assegurar a todos os investidores oportunidades igual na negociação. (BRASIL, 2011, p. 43).

Deste modo, o mercado de valores mobiliários atual, tanto nos estados estadunidenses quanto no Brasil baseia-se no princípio fundamental *full disclosure* o qual, atrai a confiança dos investidores que se sentem mais seguros em seus investimentos.

Assim, não se pode olvidar que para a avaliação dos valores mobiliários é de suma importância a prestação de informações pelas companhias emissoras uma vez que sem estas dificilmente os investidores se arriscariam em um mercado fundado em riscos, deste modo, cumpre-se os objetivos exigíveis, mediante a legislação de *disclosure*. (EIZIRIK, 2011, p. 20).

Portando, no que cerne a regulação das informações no mercado de capitais, mantêm-se o intuito de proteção ao investidor uma vez que “já que o habilita a tomar conscientemente, ao menos em tese, as suas decisões de investimento.” (PROENÇA, 2005, p. 134)

Passando-se a explicação sucinta do que compreende o princípio da transparência, presente em nosso ordenamento jurídico nas normas reguladoras do mercado de capitais, faz-se necessário saber quais dispositivos legais possuem a previsão legal, uma vez que conforme os ensinamentos de Lamy Filho e Pedreira “dever de divulgar, além de atender ao imperativo de proteção da minoria, passou, pois, a ser acolhido nas leis, como norma de interesse público”

(1997, p. 88).

O parágrafo 4º, do artigo 157, da Lei que dispõe sobre a sociedade por ações (Lei n. 6.404/76) prevê que:

Os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembléia-geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia.(BRASIL, 1976).

Não obstante, além de pautar toda a regulamentação da lei supracitada, o princípio *full disclosure* tem previsão legal na Lei 6.385/76 (BRASIL, 1976), em seus Arts. 4º, VI, e 22, § 1º, os quais, atribuem a CVM o dever de assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e sobre as companhias emissoras, além de permitir por meio de sua função normatizadora a expedição de normas no que diz respeito as informações as quais as companhias devem divulgar.

Outrora, o dever de informar ora discutido, se relaciona ao dever de divulgar fatos relevantes, uma vez que conforme Art.157 cumpre aos administradores “divulgarem fatos relevantes”. (BRASIL, 1976).

No entanto, o que se entende por “fato relevante” o qual trata-se de elemento de relevante importância em o dever informar imposto as companhias emissoras de valores mobiliários.

Ao recorrer-se a uma definição por meio do dicionário *on line* da Bovespa, define-se como fato relevante:

Fato ocasionado por qualquer decisão de acionista controlador, deliberação de assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável na cotação de seus valores mobiliários ou na decisão de seus investidores

de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados.

De modo a garantir o amplo acesso do mercado às informações relevantes, a divulgação de ato ou fato relevante está submetida a uma formalidade específica: a divulgação imediata e publicação em jornal de grande circulação utilizado habitualmente pela companhia, além de ser encaminhado à CVM, às bolsas de valores ou às entidades do mercado de balcão em que a companhia aberta negocia os seus valores mobiliários. (BOLSA DE VALORES, 2006).

Acerca do conceito de fato relevante:

[...] pode abranger qualquer evento que, potencialmente, acarrete efeitos significativos sobre as negociações com valores mobiliários emitidos pela companhia, independente de estar previsto em norma legal ou regulamentar que relacione os fatos que devem ser obrigatoriamente divulgados. (EIZIRIK, 2011, p. 559).

A fim de esclarecer os entendimentos acerca dos fatos relevantes que as companhias devem divulgar, a CVM por meio de sua função incumbida nos termos do art. 22, IV da Lei 6.385/76 que lhe confere o poder de expedir normas aplicáveis as companhias abertas sobre a “divulgação de fatos relevantes, ocorridos nos seus negócios que, possam influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado, de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia. ” Disciplinou em sua instrução n. 358, de 3 de janeiro de 2002, em seu artigo segundo:

Qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembléia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável: na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados; na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários; na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados. (CVM, 2002).

Ainda, conforme o parágrafo único do mencionado artigo, em

observância ao que aduz o caput, ensejando a facilitação do trabalho dos administradores das companhias abertas emissoras de valores mobiliários, a CVM exemplifica atos ou fatos os quais podem ser relevantes, são eles:

- I - Assinatura de acordo ou contrato de transferência do controle acionário da companhia, ainda que sob condição suspensiva ou resolutiva;
- II - mudança no controle da companhia, inclusive através de celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas;
- III - celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas em que a companhia seja parte ou interveniente, ou que tenha sido averbado no livro próprio da companhia;
- IV - ingresso ou saída de sócio que mantenha, com a companhia, contrato ou colaboração operacional, financeira, tecnológica ou administrativa;
- V - autorização para negociação dos valores mobiliários de emissão da companhia em qualquer mercado, nacional ou estrangeiro;
- VI - decisão de promover o cancelamento de registro da companhia aberta;
- VII - incorporação, fusão ou cisão envolvendo a companhia ou empresas ligadas;
- VIII - transformação ou dissolução da companhia;
- IX - mudança na composição do patrimônio da companhia;
- X - mudança de critérios contábeis;
- XI - renegociação de dívidas;
- XII - aprovação de plano de outorga de opção de compra de ações;
- XIII - alteração nos direitos e vantagens dos valores mobiliários emitidos pela companhia;
- XIV - desdobramento ou grupamento de ações ou atribuição de bonificação;
- XV - aquisição de ações da companhia para permanência em tesouraria ou cancelamento, e alienação de ações assim adquiridas;
- XVI - lucro ou prejuízo da companhia e a atribuição de proventos em dinheiro;
- XVII - celebração ou extinção de contrato, ou o insucesso na sua realização, quando a expectativa de concretização for de conhecimento público;
- XVIII - aprovação, alteração ou desistência de projeto ou atraso em sua implantação;
- XIX - início, retomada ou paralisação da fabricação ou comercialização de produto ou da prestação de serviço;
- XX - descoberta, mudança ou desenvolvimento de tecnologia ou de recursos da companhia;
- XXI - modificação de projeções divulgadas pela companhia;
- XXII - impetração de concordata, requerimento ou confissão de falência ou propositura de ação judicial que possa vir a afetar a situação econômico-financeira da companhia. (BRASIL, 1976).

Deste modo, constitui-se como fato relevante qualquer atitude a qual ocasione impactos em relação aos investimentos da companhia, desde que seja passível de alteração dos valores mobiliários.

Neste sentido Proença aduz que “a definição de fato relevante pode ser condensada em todo aquele acontecimento com o poder de mudar, de pronto, o julgamento dos investidores em relação a determinado ativo, alterando, ato contínuo, o seu preço”. (2005, p. 144).

A presente lista não esgota as possibilidades uma vez mesmo os fatos constantes na instrução normativa, podem não serem passíveis de divulgação, devendo-se sempre analisar as circunstâncias, no mesmo modo que, fatos não constantes na instrução podem ser averiguados como relevantes, assim, incube aos administradores fazerem juízo de valor em relação ao impacto que tal fato resultara sobre o mercado.

Ainda, exige-se que uma informação seja definitiva para ser relevante, sendo possíveis fatos não definitivos tais como (ações judiciais, negociações preliminares, estudos de viabilidade ou meras intenções de negociações) constituírem-se como fatos relevantes.

No entanto, não se admite informações meramente especulativas, as quais não se baseiam em fatos concretos, sentido o qual, se manifestou Trindade no IA 22/99:

A informação deve ser disponibilizada tão logo mereça esse nome, isto é, desde que se trate não de mero projeto inicial e desconexo, mas se tenha traduzido em objetivo concreto da administração ou do controlador. O juízo do administrador é o mais sábio para atestar o momento em que se passa o campo de mera expectativa para o da possibilidade real sobre a efetivação de um negócio, de uma perda ou de um lucro, e a eventual incerteza quanto à concretização final do evento não deve afastar o dever de informar, desde que, naturalmente, seja feita a ressalva quanto àquela incerteza. (CVM, 1999).

Neste sentido, como regra geral os fatos relevantes devem ser

divulgados de forma imediata, assim, tenta-se permitir que os efeitos das informações possam ser disseminados no mercado de capitais de modo que, este possa processar os valores das ações com base na assimetria das informações.

Logo, o administrador ao verificar que se trata de um fato relevante passível de divulgação este deve divulgá-la no mínimo em dois meios:

Jornais de grande circulação utilizados habitualmente pela companhia; ou, pelo menos um portal de notícias com pagina na rede mundial de computadores, que disponibilize, em sessão disponível para o acesso gratuito, a informação em sua integralidade.(BOECHEM, 2014, p. 125).

Diante do contexto ora apresentando, verifica-se que o dever de informação está relacionado ao dever de informar fato relevante, para que assim possa haver uma efetiva assimetria de informações oferecidas aos investidores por parte das companhias emissoras.

Tais deveres de informações de fatos relevantes constituem importante relevância quanto a prática ilícita do presente estudo, uma vez que se trata do uso de informações privilegiadas as quais, os administradores das companhias mantinham o dever de divulgá-las ao mercado, para assim manterem credibilidade e eficiência, sempre se pautando no *disclosure*, princípio o qual norteia todo o sistema jurídico do mercado de capitais.

Portanto, fez-se necessário o estudo acerca de tais temas acima relatados, para então poder-se adentrar no assunto objeto do presente trabalho, *insider trading*.

3.3 O USO INDEVIDO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA: *INSIDER TRADING*

Após trazer a análise do mercado de capitais e sua importância para o desenvolvimento econômico do país, bem como sua regulamentação a qual, é baseada no princípio *full disclosure*, o qual gera às companhias o dever de

informar sobre fatos relevantes, como forma de proteção e igualdade aos investidores o que tende a garantir um mercado mais eficiente.

Assim, após tecer comentários sobre estes assuntos, torna-se possível tratar do ilícito *insider trading*, o qual sua prática interfere diretamente no mercado de valores mobiliários, uma vez que a captação de recursos pela poupança caracteriza crescimento das empresas, consequentemente reflete na economia do país.

No entanto, um mercado que traz a desconfiança aos poupadores, por cometimentos de ilícitos perde sua credibilidade e desestimula as pessoas a investirem suas poupanças, assim, a prática de ilícitos além de causar danos aos investidores abala todo o mercado, e consequentemente acarreta danos inegáveis ao Brasil.

Diante deste cenário, fez-se necessário além das normas preventivas fundadas pelo dever de *disclosure* às companhias emissoras, a necessidade de normas repressivas.

A repressão ao *insider trading* constitui uma das maiores formas de regulamentação do mercado de capitais (Leães, 1982, p. 139).

É sabido que a obtenção de lucros faz parte da essência do mercado de capitais, todavia, a obtenção por meio de informações não disponíveis a todos participantes do mercado de forma privilegiada constitui a prática de *insider trading*.

No entanto, antes conceituar o *insider trading*, cumpre esclarecer a origem da expressão a qual, adveio do ordenamento jurídico norte-americano o qual, conforme já trazido no presente trabalho serviu de inspiração para o legislador brasileiro.

Reforçando este entendimento, Castelar aduz que:

A lei n. 6.404/76 trouxe para o ordenamento jurídico pátrio princípios e postulados norte-americanos sobre a matéria, inclusive o jargão de que

se valem os que intervêm neste setor, em grande parte tradução literal da terminologia norte-americana, resultando em linguagem tomada de alterações de estrutura em virtude da interferência de outro idioma, além de estar repleta de anglicismos de todo inconveniente para fins hermenêuticos. (CASTELAR, 2008, p. 92-93).

Assim, uma vez compreendido a importância do presente estudo passa-se o conceito do que seria o *insider trading*.

Insider Trading é a falha no dever de informar e da assimetria entre os participantes do mercado, diante o uso de informações privilegiadas as quais devem ser relevantes na negociação de valores mobiliários de certa companhia emissora, diante o conhecimento de uma informação que o público ainda não obteve acesso, que por ora, causa a desigualdade entre os investidores sendo este um dos motivos de sua repreensão conforme já elucidado.

Eizirik conceitua como:

O *insider Trading* consiste na utilização de informações relevantes sobre valores mobiliários, por parte de pessoas que, por força de sua atividade profissional, estão “por dentro” dos negócios da emissora para transacionar com os valores mobiliários antes que tais informações sejam de conhecimento do público. Assim agindo, o *insider* compra ou vende valores mobiliários a preços que ainda não estão refletindo o impacto de determinadas informações, que são de seu conhecimento exclusivo. (2011, p. 554).

Ainda, Carvalhosa corroborando com o entendimento doutrina que:

Insider trading é qualquer operação realizada por um insider, com valores mobiliários de emissão da companhia, no período imediatamente seguinte ao conhecimento da informação relevante e antes que tal informação chegue ao público investidor pelos meios institucionais de divulgação adotados no mercado de capitais. Assim, o *insider trading* caracteriza-se pelo uso da informação relevante não divulgada na compra ou venda de valores mobiliários de emissão da companhia, gerando um desequilíbrio de posições, lesivo tanto a uma das partes da operação – o comprador ou vendedor *outsider* – como o próprio mercado de capitais, em termos de confiabilidade. (2009, p. 311).

Insider trading, portanto, é a utilização de certa informação privilegiada,

relativa aos negócios da empresa as quais devem ser relevantes a ponto de influenciar no preço dos valores mobiliários, de não conhecimento dos demais investidores do mercado, ocasionando a sua prática o receio dos investidores em aplicarem seus recursos, diante o fato de se verem em situação de desvantagem.

O *insider Trading*, repercute negativamente no mercado de capitais assim, pela gravidade que apresentava foi introduzido no ordenamento jurídico brasileiro por meio das alterações promovidas pela Lei 10.303/2001, a qual inseriu o Art. 27 – D na Lei 6.385/76 que cuida do mercado de capitais, passando a tratado como ilícito penal conforme pode-se verificar:

Art. 27-D. Utilizar informação relevante ainda não divulgada ao mercado, de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo, capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiro, com valores mobiliários: Pena – reclusão, de um a cinco anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime. (BRASIL,2011).

Ainda, apesar de possuírem o dever de divulgação de fatos relevantes aos investidores com transparência, em certos momentos é necessário que alguns fatos não venham a ser de conhecimento do público, por questões de ordem interna.

Deste modo, diante a posse de informações não divulgadas ao mercado, impõe-se a aqueles que munidos informações de cunho relevante o dever de lealdade, não podendo estes utilizarem-se indevidamente destas informações para obter vantagens no mercado de capitais.

Neste sentido, a não divulgação de informações relevantes sigilosas, trata-se de um dever de lealdade às companhias por parte dos administradores das sociedades anônimas abertas conforme assevera o Caput do Art. 155 da Lei das S.A incube como obrigação ao administrador “ servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios”. (EIZIRIK, 2011, p. 557).

Assim, sendo proibindo-os de “valerem-se da informação para obter

para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários”. (EIZIRIK, 2011, p. 557), bem como, conforme paragrafo segundo do referido artigo zelar para que a violação do parágrafo primeiro não possa ocorrer através de seus subordinados.

Ainda sobre o referido assunto disserta-se que:

O direito societário brasileiro, seguindo o modelo norte-americano, consagrou o padrão normativo de “*disclose or refrain from trading*”, ou seja, administrador de companhia aberta, dado o seu dever fiduciário com relação à companhia, aos acionistas minoritários e aos investidores, deve divulgar o fato relevante ou abster-se de utilizar a informação confidencial em proveito próprio ou de terceiro. (EIZIRIK, 2011, p. 557).

Deste modo os administradores das companhias emissoras dos valores mobiliários, ao verificarem fatos relevantes devem informar ao público cumprindo com o seu dever de informar presente no Art. 157 ou, se abster de negociar com a informação cumprindo então com o seu dever de lealdade prevista no Art. 155, ambos da mesma Lei das S.A. (BRASIL, 1976).

Não obstante, torna-se relevante destacar a Instrução Normativa 358/2002, a qual a CVM diante o seu poder normativo de regular o mercado de capitais, editou:

Art. 13. Antes da divulgação ao mercado de ato ou fato relevante ocorrido nos negócios da companhia, é vedada a negociação com valores mobiliários de sua emissão, ou a eles referenciados, pela própria companhia aberta, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, ou por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia aberta, sua controladora, suas controladas ou coligadas, tenha conhecimento da informação relativa ao ato ou fato relevante.

§1º A mesma vedação aplica-se a quem quer que tenha conhecimento de informação referente a ato ou fato relevante, sabendo que se trata de informação ainda não divulgada ao mercado, em especial àqueles que tenham relação comercial, profissional ou de confiança com a companhia, tais como auditores independentes, analistas de valores mobiliários, consultores e instituições integrantes do sistema de distribuição, aos quais compete verificar a respeito da divulgação da

informação antes de negociar com valores mobiliários de emissão da companhia ou a eles referenciados. §2º Sem prejuízo do disposto no parágrafo anterior, a vedação do caput se aplica também aos administradores que se afastem da administração da companhia antes da divulgação pública de negócio ou fato iniciado durante seu período de gestão, e se estenderá pelo prazo de seis meses após o seu afastamento. (grifo nosso)

[...]

§5º As vedações previstas no caput e nos §§ 1º, 2º, e 3º, inciso I, deixarão de vigorar tão logo a companhia divulgue o fato relevante ao mercado, salvo se a negociação com as ações puder interferir nas condições dos referidos negócios, em prejuízo dos acionistas da companhia ou dela própria. (CVM, 2002).

Verifica-se que a presente instrução dispõe quem pode ser considerado *insider*: administradores, acionistas controladores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal ou quaisquer órgãos que possuem funções técnicas ou consultivas, criadas por estatutos ou quem quer que seja em virtude de ser cargo ou função na companhia mantenha conhecimento da informação relevante. (CVM, 2002).

Não obstante, o parágrafo primeiro do mesmo artigo trata da proibição a qual também deve se aplicar a quem quer que tenha conhecimento da informação relevante, ao saber que se trata de informação confidencial. (CVM, 2002).

Neste sentido, a reforma da lei das S.A ocorrida em 2001, também passou a prever a vedação de utilização de informação privilegiada por qualquer pessoa que tenha acesso às mesmas, diante a finalidade de auferirem vantagens mediante a negociação no mercado de valores mobiliários.

No entanto, há um limite no que concerne à expressão ora utilizada de “qualquer pessoa”:

[...]Deve haver um nexo profissional entre o vazamento de informações e os terceiros, para que possam ser enquadrados na norma. Assim, apenas aqueles que, em virtude do exercício de profissão tenham acesso informações (auditores, advogados, peritos, operadores de mercado etc.) é que poderão ser responsabilizados pelo seu uso. (EIZIRIK, 2011, p. 558).

O que o Autor defende é que deve haver um nexo causal entre o agente e o dever de lealdade, deste modo, sentido algum faria incriminar um empregado o qual viu um produto novo ou, terceiro que escuta uma conversa dos administradores da companhia em um restaurante, sobre ganhos os quais podem ser auferidos, não há lógica em culpabilizar alguém que não possui o dever de lealdade, uma vez que o mesmo ao momento que obteve a informação sequer sabia se tratar de sigilo, tampouco, mantinha o dolo de obter vantagens, motivo o qual, não podem ser considerados *insiders*. (EIZIRIK, 2011, p. 558).

Neste sentido, segue o entendimento dos juristas Cezar Roberto e Juliano Breda:

O legislador brasileiro acatou a tendência internacional de criminalização desta conduta, mas optou por uma redação mais concisa, restringindo o crime de uso de informações privilegiado aos titulares do dever de sigilo sobre o dado relevante. (ROBERTO; BREDAS, 2014, p. 402).

Diante este cenário, cumpre ressaltar que há dois tipos de *insiders* aceitos pela doutrina, sendo eles *insider* primário e *insider* secundário, também conhecidos pela nomenclatura respectivamente como *tipper* (informante) e *tippee* (informado), sendo de suma importância saber a sua diferenciação.

Os *insiders* primários, segundo esclarece a doutrina:

Os “*insiders primários*” ou “institucionais” são aqueles que detém acesso a informação privilegiada em razão de sua condição de acionistas controladores, pelo fato, de ocuparem cargo de administração, ou ainda no exercício de uma função, mesmo pública, de uma profissão ou de um ofício, ainda que temporário, que lhes permita o acesso direto a uma informação privilegiada de sua fonte e têm o conhecimento especializado suficiente para saber que tal informação é relevante. (EIZIRIK, 2011, p. 563).

Estes possuem uma relação fiduciária com a companhia, mesmo que de forma temporária são obrigados a guardar sigilo ao estarem em posse informações privilegiadas bem como sua culpa é presumida, ou seja, o ônus da

prova em de sua inocência é incumbido a eles mesmos. Estes são os *tips*, ou seja, os informantes.

Em contramão, os *insiders* secundários conforme entendimento a seguir:

Já os “*insiders* secundários” (*tippees*) são aqueles que recebem a informação privilegiada, diretamente dos “*insiders* primários” e não estão obrigados ao dever de sigilo e nem necessariamente sabem que se trata de uma informação relevante. (EIZIRIK, 2011, p. 430).

Neste caso, são aqueles que recebem as informações privilegiadas, no entanto não possuem nenhuma relação fiduciária com a companhia e em muitos casos sequer sabem que se trata de fatos relevantes, neste caso, incube a CVM o ônus da prova e somente poderá ser considerado *insider* se saber que se trata de informação privilegiada.

A diferenciação entre os dois ocorre primordialmente pelo fato dos primeiros possuírem deveres de ética e lealdade perante a companhia e, por estarem em situações muito distintas em comparação com os demais investidores, por isso, as normas penais somente poderão ser aplicadas ao *insider* primário, por meio de processos os quais são de competência da Justiça Federal.

Outrora, os *insiders* secundários os quais não possuem o dever de sigilo podem apenas serem punidos administrativamente pelo CVM, podendo ser estes punidos por meio de multas entre outras advertências.

Ainda, para que seja a prática passível de repressão é necessário que a informação seja considerada privilegiada, não bastando para a sua concretização que essas pessoas apenas detenham fatos relevantes, assim, considera-se informações privilegiadas:

Deve ser considerada privilegiada a informação que: (a) tem um caráter razoavelmente preciso, isto é, refere-se a um fato, não a meros rumores, apresentando um mínimo de materialidade ou objetividade, ou seja, uma consistência mínima capaz de permitir a sua utilização por um investidor médio, (b) não está disponível para o público encontrando-se reservada

a um círculo restrito de pessoas, (c) é *price-sensitive*, isto é, poderia, caso fosse divulgada, influenciar o preço dos valores mobiliários no mercado; (d) é relativa a valores mobiliários ou aos seus emissores. (EIZIRIK, 2011, p. 561).

Não obstante, para a sua configuração além destes requisitos elencados, é necessário que delas se utilizem para obter vantagens em proveito próprio ou de terceiros no mercado de capitais.

Assim, uma vez auferido vantagens mediante informações privilegiadas a qual os demais investidores não possuíam, tanto o *insider* primário quanto o secundário, devem ser penalizados, uma vez que acabaram por prejudicar o sistema de mercado de capitais o qual, deve se pautar no princípio do *disclosure* justamente para prevenir práticas ilícitas.

No entanto, diante a sua ineficácia preventiva em alguns casos, demonstra-se necessário recorrer às normas punitivas de combate ao *insider trading*, uma vez a prática se demonstra prejudicial tanto para os investidores, como para as companhias, ainda, para o desenvolvimento econômico do mercado em si o qual, cumpre um enorme papel no desenvolvimento da economia brasileira, uma vez que impacta na credibilidade e confiabilidade que são requisitos essenciais para um mercado eficiente.

Assim, em capítulo posterior cumpre ao presente trabalho trazer a primeira e inédita jurisprudência brasileira no tema de *insider trading*, no intuito de demonstrar como o presente instituto repressivo vem sendo aplicado na prática pelo Tribunal Brasileiro,

4. ESTUDO DO CASO SADIA - PERDIGÃO

4.1 ESTUDO DE CASO

Após os estudos acerca do que consiste o *insider trading*, sua regulamentação e requisitos para caracterização bem como, já tecidos comentários introdutórios em relação ao mercado de capitais uma vez que se trata do meio o qual ocorre a prática dos *insiders*, torna-se essencial analisar a inédita decisão judicial do judiciário brasileiro, qual seja, o caso Sadia-Perdigão.

Conforme estudado, a Lei que regulamenta o mercado de capitais é a n. 6.385/76, a qual sofreu modificações no ano de 2001 pela Lei n. 10.303, sendo incluído o Art. 27 - D que passou a tipificar o *insider trading* como ilícito penal, deste modo, além das sanções administrativas as quais incube a CVM imporem e as reparações civis, a prática passou a ser criminalizada e a ter consequências na esfera do direito penal.

Entretanto, o judiciário brasileiro até o presente momento não foi tão recorrido em casos da presente prática delituosa, sendo que grande parte destas, são apuradas e sancionadas via de regra por meio do Processo Administrativo Sancionador (PAS) de competência da CVM.

Assim, o presente caso ficou conhecido por ser o primeiro a ser julgado na esfera criminal, motivo o qual, passará a ser analisado com o intuito de obtermos uma melhor compreensão no que tange aos aspectos da prática do *insider trading*, bem como, qual vem sendo o entendimento da Jurisprudência do Tribunal brasileiro.

Deste modo, diante a importância histórica do primeiro julgado brasileiro passa-se a análise do processo nº 0005123-26.2009.403.6181 (2009.61.81.005123-4), o qual restou julgado em primeira instância em 16 de fevereiro de 2011, pela 6ª Vara Federal Especializada em Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional e Lavagem de Valores de São Paulo.

4.2 DOS FATOS

A empresa Sadia S.A, em julho de 2006, iniciou as tratativas internas com o intuito de adquirir 50% mais uma das ações da Companhia Perdigão S.A, sua maior concorrente no mercado do alimentício à época, a fim de obter o controle acionário da companhia. (BRASIL, 2011).

O caminho foi uma Oferta Pública de Aquisição de Ações (OPA), operação tida como inédita no mercado de capitais brasileiro, a qual somente se tornou possível em virtude da adesão da Perdigão S.A ao "Novo Mercado".

Conforme definição retirada do Portal do Investidor, site da Comissão de Valores Mobiliários que trata especialmente da educação financeira:

A oferta pública de aquisição de ações, conhecida no mercado como OPA, é a oferta na qual um determinado proponente manifesta o seu compromisso de adquirir uma quantidade específica de ações, a um preço e prazo determinados, respeitando determinadas condições. O intuito é oferecer a todos os acionistas, em igualdade de direitos, a possibilidade de alienar suas ações em situações que normalmente envolvem mudanças na estrutura societária da companhia. (Disponível em:<[http: www.investidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/ofertasa/opas.htmk](http://www.investidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/ofertasa/opas.htmk)>.) Acesso em 12.05.2019.

Ressalta-se que a proposta tida como hostil, ora recusada conforme verificara-se a seguir, passando-se alguns anos, em 2009 diante à crise econômica do ano de 2008 que assombrou a economia mundial a qual resultou em imensuráveis prejuízos à Sadia ficando conhecido como o “Setembro Negro da Sadia”, foi assinado um acordo de fusão entre ambas originando uma das maiores empresas do ramo alimentício nacional, a gigante Brasil Foods (BRF).

No entanto, no presente caso em questão diante as conversas de tratativas internas irem se desenvolvendo levando a crer que seria viável a concretização da OPA, tornou-se necessário, estudos e reuniões da cúpula da Sadia, inclusive a contratação de um corpo jurídico especializado bem como de um banco sendo este o ABN AMRO REAL S.A, para acompanharem o desenrolar

da tentativa.

Assim, em 16 de julho de 2006, após diversos estudos internos a Sadia realizou a primeira oferta pública de aquisição das ações (OPA) da companhia Perdigão S.A, oferecendo o preço de R\$27,88, por ação, valor este 21,22% superior ao preço de fechamento do último pregão da BOVESPA, o qual havia ocorrido dois dias antes, em 14 de julho.

No entanto, a proposta foi recusada pela maioria dos detentores das ações da Perdigão S.A, que juntos, somavam 55,38 % das ações da companhia, deste modo, restou inviabilizado o negócio, haja vista, que o intuito da OPA era tomar o controle acionário da sua maior concorrente.

Diante à recusa pela Perdigão, a Sadia em seguida refez sua oferta no dia 20 de julho reajustando o valor desta com o aumento significativo para R\$29,00. Todavia, no dia seguinte, 21 de julho, esta restou novamente recusada pela Perdigão, também pela maioria dos acionários com direito a voto, em significativa porcentagem de 55,38%, o que inviabilizou a OPA naquela época.

Diante deste cenário, após as duas negativas pela Perdigão, a Sadia, em 21 de julho de 2006, retirou a sua oferta pública de aquisição de ações, o que consequentemente, após a divulgação do fato relevante da retirada, que se deu por volta das 13h25 (horário de Nova York), ocasionou a oscilação dos preços das ações da Perdigão, que despencaram.

Deste modo, a CVM verificou por meio de sua Gerência de Acompanhamento de Mercado-2 (GMA-2), que houve uma grande oscilação de preços envolvendo as ações ordinárias da companhia Perdigão na BOVESPA nas datas das operações, o que gerou a suspeita da prática de *insider trading*.

No entanto, devido a Perdigão não somente atuar no mercado de capitais brasileiro por meio da BOVESPA, mas também negociar suas ações por meio de *American Depositary Receipts*(ADRs), que a título de esclarecimento podem ser traduzidos como "Recibos de Depósitos", classificados como ações

negociados na *New York Stock Exchange* (NYSE), em moeda nacional do país estadunidense.

Assim, diante os preços das ações tanto no Brasil quanto nos Estados Unidos, manterem forte correlação, a CVM ao identificar práticas suspeitas na BOVESPA, solicitou à *Securities Exchange Commission* (SEC), informações acerca das negociações realizadas por meio das ADRs, na NYSE.

Deste modo, devido o amparo do *Memorandum of Understanding*, assinado em 01 de julho de 1988 com a SEC, o qual se comprometia os órgãos reguladores do mercado de capitais do Brasil e dos Estados Unidos, a colaboram um com o outro em assuntos referentes à proteção do investidor e a integridade do mercado, enviando informações e atendendo as solicitações as quais mantivessem o intuito de investigar suspeitas de práticas irregulares.

Portanto, diante os esclarecimentos fornecidos pela SEC, bem como as demais provas obtidas nas investigações, concluiu a CVM que, munidos dessas informações privilegiadas as quais eram de extrema relevância, não divulgadas ao mercado de capitais, possuindo conhecimento que haveria valorização das ações da Perdigão, que Luiz Gonzaga Murat Júnior, à época Diretor de Finanças e de Relações com Investidores da Sadia, após tomar conhecimento da informação privilegiada no mesmo dia, em reunião que se fez presente para tratar da viabilidade da OPA a qual também participou o Presidente da Companhia e Executivos do Banco ABN AMRO REAL S.A.

Teria este na mesma data, em 07 de abril de 2006, já na posse de informações privilegiadas, realizado a compra, em nome da empresa *Offshore BRACKHILL INVESTMENTS INC*, registrada nas ilhas Virgens Britânicas, por intermédio da corretora *MERRYLL LINC*, de 5.100 ADRs (*American Depositary Receipts*) representativos de ações de emissão da Perdigão, pela NYSE, pagando U\$69,20 por ação, constituindo um valor total de U\$ 350.907,00.

Em momento posterior, datado em 29 de junho de 2006, Murat,

novamente, por meio da mesma empresa *Offshore BRACKHILL INVESTMENTS INC*, por intermédio da corretora *MERRYLL LINC*, adquiriu mais 30.600 ADRs de emissão da mesma companhia, na Bolsa de Valores de Nova York (*NYSE*) o que totalizou U\$\$ 586.801,00.

Todavia, em 21 de julho de 2006, diante revogação da oferta pela Sadia, em virtude da recusa consecutiva pela Perdigão, o mesmo se desfez das ações, no entanto, não obteve lucro.

Não obstante, restou comprovado pela CVM que Romano Ancelmo Fontana Filho, o qual à época dos fatos exercia a função de membro do Conselho de Administração da Sadia S.A e, que teve acesso à informação privilegiada em 14 de abril de 2006, adquiriu na *NYSE*, em 05,07 e 12 de julho de 2006, respectivamente 10.00, 5.000 e 3.000 ADRs da Perdigão, totalizando um valor de U\$\$341100,30, todas em nome próprio, por meio da conta mantida na corretora *HSBC Republic Bank Suisse*.

No entanto, Romano em 21 de julho de 2006, ciente de outra informação privilegiada, qual seja, a revogação da OPA pela Sadia, vendeu 18.000 dos ADRs adquiridos anteriormente, antes da divulgação do fato relevante (revogação da OPA), obtendo com isso lucro de U\$\$139.114,50.

Ainda, em relação a Alexandre Ponzio de Azevedo, o qual exercia a época dos fatos a função de Superintendente Executivo de empréstimos estruturados e gestão de portfólio do Banco ABN AMRO REAL S.A, após tomar conhecimento da informação privilegiada, teria este, adquirido em 20 de junho de 2006, o correspondente a 14.000 ADRs de emissão da companhia Perdigão, também na Bolsa de Valores de Nova York (*NYSE*), por intermeio da corretora estadunidense *CHARLES SCHWAB & CO*, no valor total de U\$\$269.919,95.

Este, por sua vez, em 17 de julho do mesmo ano, logo após a primeira divulgação em relação à OPA pela Sadia, alienou 10.500 ADRs, a um valor mais alto daquele em que foram adquiridas, não obstante, as demais ADRs restaram

vendidas posteriormente em 18 de outubro de 2006, entretanto, mesmo assim Azevedo auferiu um lucro de U\$66.683,94.

Diante dos fatos acima elencados, a CVM formalizou os Termos de Acusação, pelas infrações previstas no Art. 155, § 1, da Lei nº 6.404/76 em face de Luiz Gonzaga Murat Junior e Romano Alcemo Fontana Filho e, pelo § 4 do mesmo artigo da referida Lei, o qual ocasionou os Processos Administrativos Sancionadores (PAS), em território brasileiro, sendo estes respectivamente PAS CVM nº SP2007/0118, PAS CVM nº SP2007/0118 e PAS CVM nº SP2007/0119. (BRASIL, 2008).

No que diz respeito ao último PAS em questão, Azevedo apresentou proposta de Termo de Compromisso (TC) à entidade reguladora, o qual não gera confissão, tampouco reconhece a ilicitude da conduta, todavia, trata-se de uma faculdade concedida à CVM, que pode ao analisar a gravidade da infração e os antecedentes do investigado antes de conceder, trata-se de ato discricionário.

Assim, diante as consequências ora já suportadas pelo mesmo, tais como sua demissão por justa causa pelo Banco ABN AMRO REAL S.A, verificou a autarquia a possibilidade de aceitar a proposta do TC, definindo como devido o pagamento de R\$238.000.00 a título de indenização, o que foi devidamente cumprido, sendo o PAS em questão devidamente arquivado.

No entanto, em relação aos demais acusados não se verificou a possibilidade de concessão do mesmo “benefício” concedido a Azevedo, isto porque, verificou-se um maior grau de reprovabilidade diante as posições as quais ocupavam junto a Sadia, a qual requeria lealdade à mesma.

Assim, o colegiado após a fase de instrução processual, respeitando o direito à ampla defesa e contraditório dos acusados, decidiu que em relação aos Processos Administrativos PAS CVM nº SP2007/0117 e PAS CVM nº SP2007/0118, deveria aplicar aos acusados a condenação à pena de inabilitação temporária, pelo prazo de cinco anos para o exercício do cargo de administrador

ou conselheiro fiscal de companhia aberta, conforme previsão do Art. 11, IV da Lei 6.385/76.

Não obstante, os acusados também foram processados no âmbito internacional, pelos mesmos fatos diante o ocorrido ter sido realizado na Bolsa de Valores de Nova York, assim, competindo a *Securites Exchange Comission (SEC)* a apuração dos fatos, a qual em 21 de fevereiro de 2007 instaurou inquérito contra os três *insiders*.

Assim, em relação a Luiz Gonzaga Murat Junior e Romano Ancelmo Fontana Filho, a SEC alegou que diante a posse de informações privilegiadas, estes, faltaram com o dever de lealdade e confiança que deveriam para com a companhia, violando a regra 10 – b, 14 e-3 da *Securites and Exchange Act of 1934*, e a norma 10 – b 5.

No entanto, os ora acusados acabaram por aceitar o “*Consent Decree*”, que seria um acordo, o qual, também não gera confissão assim como não exclui a ilicitude da prática, decidindo a SEC por não ajuizar a ação criminal, impondo apenas as seguintes sanções: Não atuarem nos cinco anos seguintes como diretores ou administradores de companhias abertas fiscalizadas pela SEC, não violarem mais as sanções 10 (b) e 14(e) da *Securites and Exchange Act of 1934*, e as normas 10 – b5 e 14 – e3, assim como respectivamente ao pagamento de restituição dos ganhos auferidos no montante de U\$\$180.404,00 e ao pagamento de multa civil na quantia de U\$\$173.893,13.

Ainda, no que se refere ao acusado Alexandre Ponzio de Azevedo, este, também movido no intuito de encerrar o processo movido e evitar futuras condenações, celebrou o mesmo “*Conset Decree*” junto à SEC, no qual se comprometeu em: não violar mais as sanções 10 (b) e 14(e) da *Securites and Exchange Act of 1934*, e as normas 10 – b5 e 14 – e3, ao pagamento de quantia de U\$\$ 68.215,45 a título de restituição dos ganhos auferidos de forma indevida, ainda, ao pagamento de U\$\$ 67.165,00 como penalidade civil e a não se associar

a qualquer *broker* ou *dealer* com atuação no mercado de capitais estadunidense durante o período de três anos.

Posto isso, as práticas ilícitas acima descritas tratam-se de *insider trading*, crime este tipificado no Brasil desde a introdução do Art. 27 – D na Lei n. 6.385/76 no ano de 2001, motivo o qual a Comissão de Valores Mobiliários, acabou por ter notificado o Ministério Público Federal sobre o caso.

Assim, o MPF providenciou as medidas judiciais cabíveis, as quais resultaram no primeiro julgamento acerca da temática na história do judiciário brasileiro, o qual a autarquia atuou como assistente de acusação.

Portanto, após o regular processamento dos fatos o Juiz Marcelo Costenato Cavali, condenou Luiz e Romano pela prática de *insider trading*, sendo respectivamente condenados à pena de multa no valor de R\$349.711,53 e R\$374.940,42, a pena privativa de liberdade às quais, foram substituídas por restritivas de direito, mediante a prestação de serviço à comunidade ou a entidades públicas, bem como a vedação ao exercício do cargo de administrador ou conselheiro fiscal de companhia aberta pelo prazo de cumprimento das penas aplicadas.

Ressalta-se que houve a Suspensão Condicional do Processo em relação ao acusado Alexandre Ponzio de Azevedo, diante as circunstâncias que a autorizavam, razão pela qual, foi desmembrado do presente processo criminal, assim, ficou condicionado a este a prestação de serviços à comunidade bem como o comparecimento em juízo bimestralmente pelo prazo de três anos.

Posto isto, passa-se a análise do referido caso, a qual originou a inédita decisão em relação à conduta tipificada conhecida como *insider trading* nos tribunais brasileiros.

4.3 DO DIREITO

No âmbito judiciário, os acusados arguíram de forma preliminar a

incompetência da Justiça Federal para processar e julgar os acusados, pela conduta tipificada no Art. 27 – D da Lei 6.384/76.

A defesa questionou que o inciso IV do artigo 109 da Constituição Federal, não deveria ser aplicado no caso em questão, uma vez que não houve lesão aos bens, interesses ou serviços da União.

Ainda, argumentam que o mercado de capitais não encontra previsão no artigo 20 da Constituição Federal, que traz o rol dos bens que a compõem, assim, a defesa concluiu que não deveria competir a Justiça Federal o julgamento do presente caso, haja vista, que deveria haver um entendimento taxativo dos referidos artigos supracitados, os quais, deveriam aludir à competência de forma expressa.

Ocorre que este argumento não foi acatado pelo sentenciador, uma vez que este compreendeu competir à Justiça Federal, mesmo que a Lei nº 6.385/76 não cite expressamente os casos a qual lhe compete, uma vez que o Art. 109 em seus incisos IV e VI da Constituição Federal atribuem aos juízes federais julgar e processar infrações penais praticadas em detrimento de bens, serviços ou interesses da União, assim como, os crimes relacionados ao sistema financeiro e a ordem econômico-financeiro.

Art. 109 Aos juízes federais compete processar e julgar:

IV - os crimes políticos e as infrações penais praticadas em detrimento de bens, serviços ou interesse da União ou de suas entidades autárquicas ou empresas públicas, excluídas as contravenções e ressalvada a competência da Justiça Militar e da Justiça Eleitoral;

VI - os crimes contra a organização do trabalho e, nos casos determinados por lei, contra o sistema financeiro e a ordem econômico-financeira; (BRASIL. 1988).

Neste sentido, a interpretação do julgador foi no sentido que os incisos dos artigos supracitados devem ser compreendidos de forma extensiva, uma vez que o mercado de capitais, conforme visto, é um submercado do sistema financeiro, neste sentido leciona o duto doutrinador:

O SFN é entendido como o conjunto de órgãos, entidades e pessoas jurídicas que lidam com o fluxo de dinheiro e títulos, incluindo todas as atividades que envolvem circulação de valores, incluindo os mercados financeiro em sentido estrito, de crédito, de câmbio e de capitais, bem como seguros, consórcio, capitalização ou qualquer tipo de poupança. Nesse conjunto, inserem-se os bancos, as bolsas de valores, casas de câmbio, corretoras, empresas de consórcio, de seguro e financeiras. As funções básicas do sistema financeiro são: mobilização de recursos, alocação de recursos no espaço e no tempo, informação e monitoração de empresas, administração e alocação de riscos, facilitação e liquidação de obrigações e pagamentos, além da geração e divulgação de informações, na política conhecida como *full and disclosure*, no âmbito do mercado de valores. (BALTAZAR, 2010, p. 309).

Firmada essa premissa entendeu-se que o mercado de capitais compõe o Sistema Financeiro Nacional, não obstante, concluiu-se que se trata de um crime contra este sistema, uma vez que contraria os interesses da união, haja vista, que o comportamento dos *insiders* afeta não apenas os interesses dos investidores, mas também prejudica todo o mercado uma vez que gera desconfiança neste, resultando em prejuízos evidentes ao sistema financeiro nacional.

Reforçando os argumentos utilizados, trouxe a decisão o conflito de competência 82.961/SP, em âmbito do Superior Tribunal de Justiça, haja vista, que a questão já havia sido resolvida pela Terceira Seção que por unanimidade reconheceu a competência da Justiça Federal para o julgamento do crime previsto no Art. 27 – C da Lei nº 6.385/76, podendo as razões ali expostas serem aplicadas em relação ao Art. 27 – D da mesma Lei, conforme ementa a baixo colecionada:

RECURSO EM SENTIDO ESTRITO. COMPETÊNCIA. CRIME TIPIFICADO NO ART. 27-C DA LEI Nº 6.935/1976. ART. 109, INCISO IV, DA CONSTITUIÇÃO. COMPETÊNCIA DA JUSTIÇA FEDERAL. - O art. 27-C da Lei nº 6.385/1976, tem por objeto jurídico a tutela, a proteção, a higidez do mercado de valores mobiliários em bolsas de valores, de mercadorias e de futuros. Visa coibir operações simuladas ou manobras fraudulentas realizadas com o fim de obter vantagem indevida ou lucro, para si ou para outrem, ou causar dano a terceiros. - Cabe à Comissão de Valores Mobiliários, autarquia pública federal, fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores

mobiliários, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociado (arts. 5º e 8º da Lei nº 6.835/1976). - Incidência da regra de competência estabelecida no art. 109, inciso IV, da Constituição. Precedentes do E. Superior Tribunal de Justiça. - Recurso em sentido estrito provido. Assentada a competência da Justiça Federal. (BRASIL, 2019).

Portanto, restou superada a competência da Justiça Federal para julgar o crime de *insider trading* previsto no Art. 27 – D da Lei nº 3.385/76, não havendo sentido para o julgador firmar competência diferente desta, a qual possui juízes especializados em crimes contra o sistema financeiro nacional.

Outra questão de extrema relevância discutida no processo, diz respeito ao bem jurídico tutelado pelo Art. 27-D da Lei nº 6.385/76, assim, no que tange à definição deste, a qual, conforme verificou-se no decorrer deste presente trabalho é controverso, ressaltando-se que a conduta é relativamente recente, inexistindo jurisprudência formada a respeito em nosso ordenamento jurídico.

Assim, utilizou-se o julgador de diversos apontamentos doutrinários, acabando por entender que a conduta do *insider* possui como ponto crucial para a criminalização a proteção da confiança dos investidores na transparência das informações existentes no mercado de capitais, a qual se tornou tutelada no ordenamento jurídico brasileiro a partir da adoção do princípio *full disclosure*, inspirando nas leis do ordenamento norte-americano.

Segundo o entendimento do julgador, é este princípio que garante ao mercado de capitais a confiança ao que pese que torna, liberdade do investidor a escolha entre realizar, ou não certo investimento, ou seja, este que decide se o investimento é considerado bom ou ruim, mediante as informações as quais detém em situação de igualdade de informações com os demais *players* que integram o mercado.

Ainda, considerou que a criminalização se justificaria uma vez que a posse de informações privilegiadas, causa graves danos não somente aos investidores em situações de desigualdade, mas também abala a credibilidade,

estabilidade e eficiência do mercado de capitais, diminuindo o interesse dos investidores em aplicarem seus recursos poupados nas companhias, as quais, com tais investimentos corroboram com o desenvolvimento econômico e social nacional.

Diante deste entendimento, o argumento dos acusados em sede de defesa sustentando que o fato não ter a prática ocorrido no mercado brasileiro, ou seja, na BOVESPA, mas sim perante NYSE, não terias este condão de ofenderem o mercado de capitais brasileiro, não convenceu o douto julgador, o qual em sua percepção restou evidente que a conduta do *insider* afetou o mercado de capitais brasileiro, uma vez que seria suficientemente capaz de gerar a desconfiança a simples ciência da prática dos *insiders* envolvendo companhias brasileiras, assim, ficariam o investidores menos propensos a investirem suas reservas no mercado de capitais.

Não obstante, de acordo com a Comissão dos Valores Mobiliários, a qual atuou como assistente de acusação, esta, esclareceu que os preços das ADRs no território norte-americano estariam intimamente correlacionados com os preços das ações negociadas em território brasileiro, de modo o qual a alteração de um destes, reflete diretamente no outro.

Portanto, diante desses motivos o julgamento foi no sentido de não afastar o bem jurídico tutelado em virtude de as negociações terem sido adquiridas na Bolsa de Valores de Nova York e não na BOVESPA.

Outro ponto de extrema relevância observado pelo magistrado relaciona-se a caracterização do tipo penal a partir da análise do artigo 27 - D, o qual, prevê que o agente deve manter a obrigação de guardar sigilo das informações privilegiadas, em casos de serem relevantes e ainda não reveladas ao mercado.

Em relação ao elemento sujeito ativo da conduta, ao se referir " de quem tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo", faz-se implícita

referência a quem possui obrigação de manter sigilo.

Assim, em observância às normas incidentes sobre o dever de sigilo aplicáveis ao caso em estudo, buscadas nas legislações pertinentes ao mercado de capitais, quais sejam, o Art. 8 da Resolução da CVM nº 358/2002, e os Art. 155 § 1, e 146 da Lei das S.A, trata-se das obrigações dos diretores, membros do conselho de administração dentre outros cargos a guardarem sigilo das informações relativas a ato ou fato relevantes às quais tenham acesso privilegiado em razão do cargo ou posição que ocupam.

Deste modo, restou indubitável no presente caso concreto a aptidão dos acusados a figurarem como sujeitos ativos, haja vista, que à época dos fatos ambos ocupavam funções as quais eram inerentes o dever de guardarem sigilo, assim, não houve dúvidas pelo magistrado do dever de sigilo sobre as informações que mantinham em virtude de seus cargos.

O segundo elemento tipificado no Art. 27 – D da mesma lei, trata-se da análise da definição de informação relevante ainda não divulgada ao mercado, assim, sendo incontroverso o fato de que os acusados haviam negociado ADRs com posse de informações privilegiadas em razão do seu cargo, necessitando verificar se tais informações seriam ou não relevantes.

Portanto, o magistrado buscou a definição em outras legislações tais como os Arts. 155, §, 157 §4 da Lei das S.A, os quais definem como informações privilegiadas ainda não divulgadas ao mercado, que são capazes de influir de modo ponderável na cotação dos valores mobiliários.

Ainda, buscou o conceito na Instrução da CVM nº 358/2002, que especifica que informações relevantes devem possuir capacidade de alterar a decisão de investimento de um investidor racional. (CVM, 2002).

Posto isso, a questão que permeava é se a possível oferta pública de aquisição de ações tratava-se de informação relevante e se esta teria a capacidade de influir nos preços dos valores mobiliários bem como na decisão de

investimento de um investidor racional.

Neste sentido, entendeu-se que uma OPA, presumivelmente pode gerar o aumento dos preços das ações, não havendo quaisquer dúvidas que se consideraria uma informação relevante, a qual, teria aptidão para influenciar de modo ponderável as decisões de investimento e, na cotação dos valores dos ativos da Perdigão S.A.

Ainda, permanecia a dúvida relacionada à qual momento a informação torna-se relevante, deste modo, considerou-se que a mera expectativa de realização de um negócio jurídico vultoso já deve ser considerada fato relevante.

Portanto, teriam os acusados quebrado o dever de lealdade a eles imposto, uma vez que a estes caberiam uma postura rígida diante a constatação de algum ato ou fato relevante, devendo abster-serem de negociar valores mobiliários que pudessem sofrer alterações ao serem divulgados no mercado de capitais.

Tal hipótese encontra-se prevista no Art. 157 §5 da Lei das Sociedades Anônimas, a qual estipula que os administradores podem se recusar a divulgar informações relevantes se estas puserem em risco os interesses da companhia, todavia, enquanto não divulgada esses estão proibidos de utilizá-las em proveito próprio ou de terceiros.

Também se resultou a impossibilidade de punição de mera cogitação, mas somente em fato efetivo de negação de valores mobiliários, no entanto, a OPA restou por inúmeras vezes discutida dentro da empresa.

Assim, as provas colhidas apontaram que os acusados desde a primeira aquisição das ADRs, já sabiam se tratar de informação relevante e privilegiada, uma vez que o embrião teria se formado em 7 de abril de 2006, em reunião descrita como informal entre a Sadia S.A e o banco ABN AMRO Real S.A para tratativas sobre a possibilidade de realização do projeto de ofertas pública de aquisição de ações.

Deste modo, os argumentos da defesa que os negócios foram motivados diante o reflexo da crise aviária e a entrada da Perdigão no Novo Mercado, a qual teria se tornando uma boa opção de investimento, tampouco os argumentos que não houve prejuízos ao mercado brasileiro, não convenceram o douto julgador.

Assim, claramente restou caracterizada a prática de *insider trading*. O caráter delituoso reforçou-se diante da constatação que os acusados nunca haviam em momento anterior adquirido ADRs da concorrente, indicando que a conduta somente foi praticada diante a posse da informação privilegiada a qual detinham em razão do cargo assumido junto à SADIA.

5. CONCLUSÃO

Ao decorrer deste trabalho, procurou-se analisar diversos pontos que permeiam a prática delituosa do *insider trading*, assim, em um primeiro momento necessitou-se familiarizar-se com o ambiente o qual é praticado, com base na compreensão do que se trata o mercado de capitais, a evolução deste no Brasil e a sua regulamentação.

Dessarte, o presente trabalho demonstrou que o mercado de capitais trata-se de um submercado do grandioso mercado financeiro, o qual exerce extrema importância na economia de um país, uma vez que trata-se de uma nova fonte de financiamento para as companhias de capital aberto.

De modo o qual ao realizar a captação de recursos dos poupadores para que estes possam investir seus recursos nas companhias, há uma canalização da poupança, que auxilia no desenvolvimento econômico de diversas formas, sejam elas diretas como a criação de novos empreendimentos bem como indiretas, uma vez que a partir desses empreendimentos necessitara-se de mão de obra, que gerará consequentemente novos empregos.

Ademais, o incentivo ao mercado de capitais proporciona desenvolvimento econômico, uma vez que para as companhias poderem ter seus títulos negociados nas principais bolsas de valores bem como para atraírem cada vez mais investidores, necessitam cada vez mais se adequarem às práticas de governanças corporativas, as quais tornam uma economia mais sólida com bons resultados nos empreendimentos do país.

Ocorre, que somente em 2001, a repressão ao *insider trading* tornou-se um ilícito penal com a introdução do Art. 27 – D pela Lei 10.303/2011, a qual tornou a conduta um tipo penal, como forma de prevenção e repressão as condutas dos *insiders*, assim, ao serem analisadas em consonância observou-se que de um lado há o dever de informar e de outro o de lealdade que competem via de regra aos administradores e sócios das companhias.

Assim, diante a evolução da legislação com o intuito de proteção aos investidores, passando-se dezessete anos de tipificação penal do *insider trading*, somente um caso chegou aos tribunais brasileiros, sendo o caso Sadia – Perdigão.

Este, condenou os ex executivos da Sadia pela prática do crime previsto no Art. 27 – D, da Lei 6.385/76, ao terem utilizado de informações privilegiadas e relevantes, ainda não conhecidas pelo mercado, resultando na única jurisprudência acerca da temática, que até então era discutida somente pela doutrina.

A partir disso, verificou-se no presente trabalho que a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), exerce primordial função nas suas atividades, uma vez que grande parte das ocorrências no mercado de capitais, ainda são solucionadas diretamente por meio de Processos Administrativos (PA).

Uma vez que a CVM tende a possui maior técnica acerca da temática, o que de certo modo facilita na apuração dos casos, demonstrando que apesar de todo arcabouço legislativo brasileiro via de regra as condutas dos *insiders* são julgadas ainda nas esferas administrativas especializadas.

Isto se dá principalmente porque se trata de crimes de difícil averiguação, uma vez que assim como ocorreu no caso Sadia – Perdigão, os demais casos também ocorrem em territórios estrangeiros, justamente com o intuito de dificultar sua apuração, necessitando de profissionais técnicos como os presentes na CVM.

Ainda, há uma grande dificuldade acerca de definir uma informação relevante, uma vez que esta deve possui a potencialidade de influir na formação dos preços dos valores mobiliários, e não há um entendimento pacífico nos tribunais brasileiros.

No entanto, deve-se ter em mente que a evolução do mercado de capitais é uma tendência mundial a ser adotadas pelas companhias de capitais aberto, não sendo diferente no Brasil.

Posto isso, sua influência na economia pode ser vista a partir dos números apresentados pela Bolsa de Nova York, que triplicam os números da BOVESPA, verificando-se que há uma ligação entre as potências mundiais estarem estritamente correlacionadas aos maiores mercados de capitais, uma vez que no Brasil esta forma de investimento ainda é tímida.

Deste modo, é de extrema importância manter uma regulamentação sólida e eficaz no mercado de capitais, uma vez que confere credibilidade a este, haja vista, que a prática do *insider trading* conforme visto no presente trabalho, gera desconfiança e afasta os investidores, impedindo um crescimento.

Assim, necessitam-se cada vez mais de amadurecimento no mercado de capitais brasileiro, que a construção do entendimento jurisprudencial e o trabalho realizado pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), possam dar cada vez mais eficácia as normas regulamentadoras, coibindo práticas prejudiciais a economia nacional e mundial.

REFERÊNCIAS

ABRÃO, Adriano. **As *Blues Sky Laws* do Direito Norte Americano e a Orientação Brasileira Para a Tutela do Investidor.** Revista de Direito Empresarial. Vol. 8/2015. P. 53-68. mar/abr/ - 2015.

ANDREZO, Andrea F. **O Mercado de Capitais Norte-Americano e Algumas Comparações com o Mercado de Capitais Brasileiro.** Revista de Direito Bancário e Mercado de Capitais. Vol. 80/2019. P.139 - 158. Abril – Junho/2018.

ANDREZO, Andrea Fernandes; LIMA, Siqueira Iran. **Mercado Financeiro.** São Paulo. Pioneira. 2002.

ALONSO, Leonardo. **Crimes contra o mercado de capitais.** São Paulo. 2009. 163 p. Tese (Mestrado em Direito Penal) – Departamento de Direito Penal, Medicina Forense e Criminologia da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo.

ARAGÃO, Paulo Cezar. **A CVM em Juízo. Limites e Possibilidades.** Revista do Direito Bancário e do Mercado de Capitais. Vol. 34. São Paulo. Ed. RT, out – dez., 2006.

BALTAZAR JR., José Paulo. **Crime organizado e proibição da insuficiência.** Porto Alegre. Livraria do Advogado. 2010

BULHÕES, PEDREIRA, José Luiz; LAMY FILHO, Alfredo. **A Lei das S/A.** Rio de Janeiro:Renovar, 1992.

BITENCOURT. Cezar Roberto; BREDÁ, Juliano. **Crimes contra o sistema financeiro nacional e contra o mercado de capitais.** São Paulo. Saraiva. 2014.

BOECHEM, F. T. ; RIOS, A. C. P. **Análise da jurisprudência da CVM sobre o dever de divulgação de fatos relevantes.** Revista de Direito Empresarial , v. 2, p. 123-152, 2014.

BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO. **Informe técnico de mercado e estatísticas mensais do Resumo Geral das Operações.** Disponível em : < <http://www.bovespa.com.br/Principal.asp>> Acesso em: 07 maio. 2019.

BRASIL. Constituição (1988). **Constituição da República Federativa do Brasil:** promulgada em 5 de outubro de 1988. Organização do texto: Juarez de Oliveira. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 1990. 168 p. (Série Legislação Brasileira).

_____. **Lei nº 6.385**, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6385.htm>. Acesso em: 10 abril 2019.

_____. **Lei nº 6.404**, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6385.htm>. Acesso em: 10 abril 2019.

_____. **Lei nº 10.303**, de 31 de outubro de 2001. Altera e acrescenta dispositivos na Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LEIS_2001/L10303.htm>. Acesso em: 16 abril 2019.

_____. **Instrução Normativa CVM nº 385**, de 03 de janeiro de 2002. Dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas, disciplina a divulgação de informações na negociação de valores mobiliários e na aquisição de lote significativo de ações de emissão de companhia aberta, estabelece vedações e condições para a negociação de ações de companhia aberta na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado, revoga a Instrução CVM no 31, de 8 de fevereiro de 1984, a Instrução CVM no 69, de 8 de setembro de 1987, o art. 3º da Instrução CVM nº 229, de 16 de janeiro de 1995, o parágrafo único do art. 13 da Instrução CVM 202, de 6 de dezembro de 1993, e os arts. 3º a 11 da Instrução CVM no 299, de 9 de fevereiro de 1999, e dá outras providências. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/300/inst358.pdf>>. Acesso em: 19 de maio de 2019.

_____. **Supremo Tribunal Federal. Penal e Processual Penal. Uso indevido de informação privilegiada. Agravo Regimental nº 971036**. Relator: Min. Dias Toffoli. São Paulo, 2017. Disponível em: <<http://www.stf.jus.br/portal/processo/verProcessoAndamento.asp?incidente=4983571>>. Acesso em: 25 mai. 2019.

_____. **Comissão de Valores Mobiliários**. Processo Administrativo Sancionador SP2007/0117. O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado a utilização de informação relevante ainda não divulgada. É vedado ao administrador valer-se da informação relevante para obter, para si ou para outrem,

vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários. Inabilitação temporária. Colegiado da CVM. Acusado Romano Ancelmo Fontana Filho. São Paulo. Julgado em 26/02/2008.

CAMARGO, André Antunes Soares. **Novo Desafio da Regulação do Mercado de Capitais Brasileiro: A Divulgação de Informações**. Revista de Direito Bancário e Mercado de Capitais. Vol. 38/2007. P. 99-121. Outubro – Dezembro/2007.

CASTELLAR, João Carlos. **Insider trading e os novos crimes corporativos: (uso indevido de informação privilegiada, manipulação de mercado e exercício irregular de cargo, profissão, atividade ou função)**. Rio de Janeiro: Editora Lumen Juris, 2008.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de Sociedades Anônimas**. 3 ed. São Paulo: Saraiva, 2009. v. 4. Tomo II.

CARDOSO, Victor Hugo Araujo. **Regulamentação da Informação no Mercado de Capitais**. Revista de Direito Privado. Vol. 62/2015. P151-164. Abr - Jun/2015.
COMPARATO, Fábio Konder. **A afirmação histórica dos direitos humanos**. 4. ed., rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2005.

CVM. **Portal do Investidor**. (Disponível em:<http://www.investidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/ofertasa/opas.htmk>.) Acesso em 12.05.2019.

EIZIRIK, Nelson. **Mercado de Capitais Regime Jurídico**, Rio de Janeiro: Renovar 2. ed. 2008.

_____. **Mercado de Capitais Regime Jurídico**. 3ª ed.. São Paulo: Editora Renovar, 2011.

GALVÊAS, Ernane. **O Mercado Brasileiro de Capitais**. Revista de Direito Bancário e Mercado de Capitais. Vol. 41/2008. P. 12-21. Julho – Setembro/2008.

KUMPEL, Siegfried. **Direito do Mercado de Capitais - do ponto de vista do direito europeu, alemão e brasileiro**. Rio de Janeiro: Renovar, 2007.
LAMEIRA, Valdir de Jesus. **Mercado de Capitais**, 1ª Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2000.

LEÃES, Luís Gastão Paes de Barros. **Mercado de Capitais e Insider Trading**. São Paulo. Editora Revista dos Tribunais. 1982.

LEITE FILHO, G. A.; PAULO JUNIOR, J.; SIQUEIRA, R. L. **Estudo do referencial bibliográfico da produção científica dos periódicos e anais de congressos na área de contabilidade no Brasil – uma análise bibliométrica de 1999 a 2004. Relatório final de pesquisa.** Pró-reitoria de pesquisa. Unimontes. 2006.

MACARINI, José Pedro. **Um aspecto da política econômica do “Milagre Brasileiro”: A política de Mercado de Capitais e a bolha especulativa 1969–1971.** Disponível em: Acesso em: 10 de abril de 2019.

MD ASSOCIADOS. **Desafios e Oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro. Projeto realizado para a Bolsa de Valores de São Paulo.** São Paulo, 2000.

MALUF, Rafael de Vargas. **"O Período de Silêncio", do livro Brasil S/A - Guia de Acesso ao Mercado de Capitais para Companhias Abertas.** RR Donnelley, 2014.

MATTOS FILHOS, Ary Oswaldo. **Direito dos Valores Mobiliários.** Vol. 1. São Paulo. Fundação Getúlio Vargas. 2017.

MAY, Y. **Governança corporativa eficiente.** 2. ed. Curitiba: Íthala, 2016.

TEIXEIRA, João Victor Olmos Aleixo; AZEVEDO, Charles Stevan Prieto. **O Mercado de Capitais Como Incentivador das Práticas de Governança Corporativa e Compliance nas Empresas Brasileiras.** Revista de Direito Bancário e Mercado de Capitais. Vol. 76/2017. P. 73-96. Abril - Junho/2017.

MELLO, Pedro Carvalho de. **Mercado de capitais e desenvolvimento econômico.** In: CASTRO, Helio O. Portocarrero (org.). Introdução ao mercado de capitais. Rio de Janeiro: IBMEC, 1979.

MONTEIRO, Luiz Felipe Seixas. **A Regulação do Mercado de Capitais no Âmbito Internacional.** Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. Vol. 54/2011. P. 99-116. Out - Dez/2011.

MUNDHEIM, Roberto H. **Tendências do Processo de *Disclosure* nos Estados Unidos.** Revista Brasileira de Mercado de Capitais. Vol. 1. n.2.p.181. Rio de Janeiro: IBMEC, maio – ago. 1975):

OLIVEIRA, Olga Maria Boschi Aguiar de. **Monografia jurídica.** Abril. 1999.

ROCCA, Carlos A. **Mercado de Capitais Eficiente: Condição para o Crescimento Sustentado**, XVI Fórum Nacional de Economia do Conhecimento, Crescimento Sustentado e Inclusão Social. Rio de Janeiro, maio de 2004.

ROSSETTI, José Paschoal. **Introdução à economia**. 19ªEd. São Paulo: Atlas, 2002.

SILVA, Paulo Ferreira Dias. **A Evolução da CVM e do Conceito de Valor Mobiliário**. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. Vol. 67/2015. P. 67-107. Jan-mar/2015.

SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe. **A racionalidade econômica do combate ao *insider trading*: assimetria de informação e dano ao mercado**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro São Paulo, v.147, p. 49, jul./set.2007)

Tavares Felipe; Pinto Rios, Carvalho Alexandre. **Análise da Jurisprudência da CVM Sobre o Dever de Divulgação de Fatos Relevantes**. Revista de Direito Empresarial. Vol. 5/2014, p. 123-151, set – out 2014).

TEIXEIRA, João Victor Olmos Aleixo; AZEVEDO, Charles Stevan Prieto de. **O Mercado de Capitais como incentivador das práticas de governança corporativa e *compliance* nas empresas brasileiras**. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais São Paulo, v. 20, n. 76, p. 73-96, abr./jun. 2017.

PROENÇA, José Marcelo Martins. ***Insider Trading* – Regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais**, São Paulo: Editora Quartier Latin, 2005.

YAZBEK, Otavio. **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.